

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME PROGRAMI**

**147044**

**EURO TAHVİL PİYASASI VE TÜRK EURO TAHVİLLERİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Yaşar ŞAHİN**

**147044**

**TEMMUZ - 2004**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME PROGRAMI**

**EURO TAHVİL PİYASASI VE TÜRK EURO TAHVİLLERİ**

**Yaşar ŞAHİN**

**Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce**

**Bilim Uzmanı (İşletme)**

**Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 29.07.2004**

**Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 16.08.2004**

**Tezin Danışmanı : Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI**

**Jüri Üyesi : Prof. Dr. Mustafa EMİR**

**Jüri Üyesi : Prof. Dr. Kenan ÇELİK**

**Enstitü Müdürü : Prof. Dr. M. Alaaddin YALÇINKAYA**

**Temmuz - 2004**

**TRABZON**

## 0. SUNUŞ

### 00. Önsöz

Uluslararası piyasalarda yaşanan liberalizasyon, ülke ekonomilerinde ortaya çıkan küreselleşme eğilimi ve teknolojiye yaşanan gelişmeler, uluslararası finansal piyasaların giderek daha da önem kazanmasına ve finansman ihtiyacı olan kuruluşların uluslararası para ve sermaye piyasalarına yönelmesine neden olmaktadır. Uluslararası sermaye piyasaları dahilindeki euro tahvil piyasaları da, uzun vadeli kaynak ihtiyacı olan devletler, şirketler ve uluslararası organizasyonlar için, ihtiyaç duyulan miktarda kaynak sağlamada her geçen gün daha fazla önem kazanmakta, içerdiği avantajlar ve kolaylıklar nedeniyle hızla büyüyerek, uluslararası finansal piyasalardan uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen kuruluşların euro tahvilleri tercih etmesine neden olmaktadır.

Gelişmekte olan diğer ülkeler gibi, Türkiye de, özellikle uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarının ekonomide önem kazanmasından sonra, euro tahvil piyasalarını kullanarak uzun vadeli kaynak sağlama yoluna gitmekte ve uzun vadeli kaynak ihtiyacını karşılarken euro tahvil piyasalarının sunduğu kolaylıklardan ve avantajlardan olabildiğince yararlanmaya çalışmaktadır.

Bu çalışmada, uluslararası finansal piyasalar ve euro tahviller ele alınmış, uluslararası piyasalarda yatırımcılara sunulan Türk euro tahvilleri dönemler halinde incelenerek, çeşitli açılardan değerlendirilmiştir.

Çalışmanın başlangıcından tamamlanmasına kadar, her türlü yardımlarını ve desteğini esirgemeyen tez danışmanım sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI'ya, İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası eksperisi sayın Dr. Necla KÜÇÜKÇOLAK'a ve aileme yardımları ve desteklerinden dolayı teşekkürlerimi sunarım.

Trabzon, Temmuz 2004

Yaşar ŞAHİN

## 01. İçindekiler

Sayfa Nr.

0. SUNUŞ .....	III
00. Önsöz .....	III
01. İçindekiler .....	IV
02. Özet.....	IX
03. Summary .....	X
04. Tablolar Listesi .....	XI
05. Grafikler Listesi .....	XII
06. Kısaltmalar Listesi .....	XIII
GİRİŞ .....	1-2

### BİRİNCİ BÖLÜM

1. ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR.....	3-30
10. Uluslararası Para Piyasaları .....	3
100. Europara Piyasaları .....	4
1000. Europara Piyasalarının Doğuşu ve Gelişimi.....	4
1001. Piyasanın Müşterileri ve Euro Merkezler .....	7
1002. Europara Kredileri .....	9
101. Euro Borç Senetleri Piyasası .....	11
1010. Piyasanın Temel Özellikleri .....	11
1011. Euro Borç Senetleri Piyasası Araçları .....	12
10110. Dönen Nitelikli Satış Yükümlülük Kolaylıkları .....	12
10111. Senet Çıkarım Kolaylıkları .....	13
10112. Euro Finansman Bonoları .....	15

10113. Orta Süreli Finansman Bonoları .....	16
11. Uluslararası Sermaye Piyasaları .....	16
110. Uluslararası Hisse Senetleri Piyasası.....	17
1100. Uluslararası Piyasalardaki Hisse Senedi Çeşitleri .....	19
11000. Yabancı Hisse Senetleri.....	20
11001. Euro Hisse Senetleri .....	20
1101. Uluslararası Hisse Senedi Yatırımları.....	20
111. Uluslararası Tahvil Piyasaları.....	22
1110. Uluslararası Tahvil Piyasalarının Temel Özellikleri .....	22
1111. Uluslararası Piyasalardaki Tahvil Türleri.....	23
11110. Yabancı Tahviller .....	23
111100. Para Birimleri Açısından Yabancı Tahvil Piyasaları.....	24
1111000. ABD Doları Yabancı Tahvil Piyasası.....	24
1111001. Japon Yeni Yabancı Tahvil Piyasası .....	25
1111002. İngiliz Sterlini Yabancı Tahvil Piyasası .....	26
1111003. Diğer Yabancı Tahvil Piyasaları.....	26
111101. Yabancı Tahvil Yatırımlarında Karar Kriterleri .....	28
11111. Global Tahviller.....	30
11112. Euro Tahviller .....	30

## İKİNCİ BÖLÜM

2. EURO TAHVİL PİYASASI.....	31-86
20. Euro Tahvillerin Temel Özellikleri .....	32
21. Euro Tahvil Türleri .....	33
210. Klasik Euro Tahviller .....	34
211. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Euro Tahviller .....	34
212. Varantlı Euro Tahviller.....	35
213. Değişken Faizli Euro Tahviller.....	36
214. Opsiyonlu Euro Tahviller .....	38
215. Birden Fazla Para Birimini İçeren Euro Tahviller.....	38
216. Diğer Euro Tahvil Türleri.....	39
22. Euro Tahvil Kullanıcıları.....	40

220. Euro Tahvil İhracıyla Kaynak Sağlayanlar.....	40
2200. Devletler .....	41
2201. Şirketler.....	41
2202. Diğer Kuruluşlar .....	42
221. Euro Tahvil Yatırımcıları.....	44
2210. Bireysel Yatırımcılar .....	44
2211. Kurumsal Yatırımcılar .....	44
23. Yatırımcıların Euro Tahvilleri Tercih Nedenleri .....	45
24. Euro Tahvil Piyasasının Gelişimi .....	46
240. İkinci Dünya Savaşı Sonrası.....	46
241. Eurodolar Dönemi .....	47
242. 1963-1970 Dönemi .....	48
243. 1971-1975 Dönemi .....	51
244. 1976-1980 Dönemi .....	53
245. 1981 ve Sonrası.....	55
25. Birincil Euro Tahvil Piyasası.....	59
26. İkincil Euro Tahvil Piyasası.....	65
27. Para Birimleri Açısından Euro Tahviller .....	68
270. ABD Doları Para Birimli Euro Tahviller.....	68
271. Japon Yeni Para Birimli Euro Tahviller .....	69
272. Euro Para Birimli Euro Tahviller .....	69
273. İngiliz Sterlini Para Birimli Euro Tahviller .....	70
274. Diğer Para Birimleri Türünden Euro Tahviller.....	71
275. Euro Tahvil İhraçlarında Para Biriminin Belirlenmesi.....	72
28. Euro Tahvillerde Takas İşlemleri .....	74
280. Tahvil Takas Kuruluşları .....	74
2800. Euroclear.....	74
2801. Cedel.....	75
2802. Effectengiro .....	76
281. Tahvil Takas Kuruluşlarının Özellikleri.....	77
29. Tahvil Derecelendirme Sistemi .....	79
290. Derecelendirmenin Tanımı ve Amacı.....	79
291. Derecelendirmenin Tarihi .....	80

292. Derecelendirme İşlemi ve Kredi Notları.....	82
293. Kredi Notlarının Piyasalara Etkisi .....	85

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRK EURO TAHVİLLERİ.....	87-134
30. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Finansal Piyasalar .....	87
300. Gelişmekte Olan Ülkelerin Borçlanma Nedenleri .....	89
301. Gelişmekte Olan Ülkelere Yapılan Yatırımlar .....	90
31. Türkiye'nin Uluslararası Finansal Piyasalarla İlişkilerini Düzenleyen Kurallar .....	91
32. Türkiye'nin Uluslararası Finansal Piyasalarla İlişkileri .....	95
33. Türk Euro Tahvillerinin Tarihsel Gelişimi .....	101
330. İlk Türk Euro Tahvili ve Özellikleri .....	101
331. 1980 Sonrası Türk Euro Tahvilleri .....	102
332. 1990 Sonrası Türk Euro Tahvilleri .....	105
333. 2000 Sonrası Türk Euro Tahvilleri .....	108
34. Türk Euro Tahvillerinin Vadeleri ve Faizleri Açısından Değerlendirilmesi .....	110
35. Türk Euro Tahvillerinin Performansı .....	113
36. İMKB'nin Euro Tahvillerle İlgili Düzenlemeleri ve Uygulamaları .....	118
360. İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasasının İşleyişi İle İlgili Esaslar .....	120
3600. Piyasanın Temel Kuralları ve Kotasyon .....	120
3601. Fiyatlandırma .....	123
3602. Emirlerin Borsa'ya İletilmesi ve İşleme Sokulması .....	126
361. Takas ve Saklama İle İlgili Esaslar .....	128
3610. Genel Esaslar .....	128
3611. Yükümlülüklerin Yerine Getirilmesi ve Alacakların Ödenmesi .....	130
362. Temerrüt İle İlgili Esaslar .....	131
3620. Genel Esaslar .....	131
3621. Temerrüt Faizi Uygulanması .....	132
3622. Disiplin Cezaları .....	133
363. Teminatla İle İlgili Esaslar .....	133
3630. Teminat Tutarı ve İlgili Hesaplar .....	133
3631. Teminat Türleri .....	134

3632. Teminatların Yatırılma, Çekilme ve Değiştirilme Esasları .....	134
4. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	135-136
YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	137-143
EKLER	
ÖZGEÇMİŞ	





## 02. Özet

Uluslararası finansal piyasalarda seksenlerden sonra yaşanan gelişmeler, yatırımlarını ve harcamalarını finanse edebilmek için yeterli miktarda kaynağa sahip olmayan kuruluşların ihtiyaç duydukları kaynağı elde etmede, ulusal piyasalardan borçlanmaya göre oldukça avantajlı seçenekler sunması nedeniyle, uluslararası finansal piyasalardan borçlanma yoluna gitmesine neden olmaktadır.

Euro tahvil piyasalarının, uluslararası finansal piyasaların en geniş kullanıcı kitlesine sahip olması, euro tahvillerin diğer finansal enstrüman türlerine göre oldukça uzun vadelerle düzenlenebilmesi ve euro tahvillerin hiçbir ülke mevzuatına tabi olmaması, ihraç prosedürlerinin oldukça kolay ve hızlı olması, finansman ihtiyacı olan ülkelerin ve özellikle finansal açıdan güçlü şirketlerin euro tahvil ihracıyla kaynak sağlama yoluna gitmelerini sağlamaktadır.

Uluslararası finansal piyasalardan borçlanma olanaklarının gelişmekte olan ülkelere açılmasıyla, Türkiye Hazinesi de euro tahvil ihracıyla kaynak sağlama yoluna gitmiş, 1987 yılından günümüze kadar gerçekleştirdiği bir çok tahvil ihracıyla hem piyasada önemli bir yer elde etmiş, hem de ihtiyaç duyulan uzun vadeli kaynağın elde edilmesini sağlamıştır.

Bu çalışmada uluslararası finansal piyasalar ve euro tahvil piyasası ayrıntılı bir şekilde açıklanmış, Türk euro tahvilleri dönemler halinde incelenerek çeşitli açılardan değerlendirilmeler yapılmıştır.

Çalışmada, euro tahvil ihracıyla elde edilen kaynakların anapara geri ödemeleriyle, faiz ödemelerinde yaşanabilecek sıkıntılara dikkat çekilerek, elde edilen kaynakların yatırım harcamalarında kullanılmasının hem ülke ekonomisine yarar sağlayacağı, hem de borç geri ödemelerinde ortaya çıkabilecek zorlukların azaltılmasında etkili olacağı vurgulanmıştır.

### **03. Summary**

Since the developments occurred in international financial markets after the 1980's provide extremely advantageous options compared to borrowing from national markets in obtaining resource needed by the institutions which do not have adequate resource to finance their investments and expenses, this causes them to borrow from international financial markets.

For the reason that the eurobond markets have the highest number of user, and the eurobonds can be arranged as in long due dates compared to the other types of financial instruments and the eurobonds are not dependent to legal procedures of any country, and the bond issuing procedures are fast and easy, the countries which need financing and especially the companies which are powerful in terms of finance, are leading to obtain resource by means of eurobond issuing.

With the opening of the borrowing possibilities from international financial markets to the developing countries, Turkish Treasury has led to provide resource via eurobond issuing, and with the bond issuing that it has realized from 1987 to the present day, Turkish Treasury has not only gotten an important place in the markets but also provided long term resources.

In this study, international financial markets and eurobond market has been explained in a detailed way, and Turkish eurobonds has been analyzed as in terms and evaluated from various angles.

In the study, by drawing attention to the problems of paying interest and capital pay back of the resources obtained by means of eurobond issuing, it has been stressed that the use of the resources obtained in investment expenses will be both useful for the economy of the country and will be effective to reduce the difficulties that may occur in paybacks.

#### 04. Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	1980-1985 Yılları Arası Euro Tahvil İhracıyla En Fazla Kaynak Sağlayan Kuruluşlar .....	43
2	1963-1979 Yılları Arası, İşlem Miktarı En Yüksek Konsorsiyum Lideri Kuruluşlar .....	54
3	Derecelendirme Kuruluşlarınca Verilen Rating Notları ve Bu Notların Anlamları .....	84
4	1987-1990 Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen Türk Euro Tahvilleri .....	103
5	1991-1999 Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen Türk Euro Tahvilleri .....	106
6	2000-2004 (Şubat) Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen Türk Euro Tahvilleri .....	109
7	1987-2004 Tarihleri Arasında İhraç Edilen Türk Euro Tahvillerinin Ortalama Vadeleri .....	111

## 05. Grafikler Listesi

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	1963-1970 Yılları Toplam Euro Tahvil İhraçları (Milyon \$).....	51
2	1971-1975 Yılları Toplam Euro Tahvil İhraçları (Milyon \$).....	52
3	1976-1980 Yılları Toplam Euro Tahvil İhraçları (Milyon \$).....	55
4	1980-1990 Yılları Toplam Euro Tahvil İhraçları (Milyon \$).....	58
5	1991-1999 Yılları Toplam Euro Tahvil İhraçları (Milyon \$).....	58
6	2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2000 Yılı (Temmuz Sonrası) Fiyat ve Getiri Oranları.....	116
7	2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2001 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları.....	117
8	2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2002 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları.....	117
9	2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2003 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları.....	117
10	2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2004 Yılı (İlk Beş Ay) Fiyat ve Getiri Oranları.....	118

## 06. Kısaltmalar Listesi

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADR	:	American Depository Receipt
AIBD	:	Association of International Bond Dealers
DÇM	:	Döviz Çevrilebilir Mevduat
EBRD	:	European Bank for Reconstruction and Development
ECP	:	Euro Commercial Paper
ECU	:	European Currency Unit
EMTN	:	Euro Medium Term Note
FRN	:	Floating Rate Note
HDTM	:	Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı
IABD	:	Inter-American Development Bank
IBRD	:	International Bank for Reconstruction and Development
IMF	:	International Monetary Fund
IPMA	:	International Primary Market Association
ISMA	:	International Securities Market Association
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIBOR	:	London Interbank Offered Rate
NASDAQ	:	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NIBOR	:	New York Interbank Offered Rate
NIF	:	Notes Issuance Facility
OPEC	:	Organization of the Petroleum Exporting Countries
RUF	:	Revolving Underwriting Facility
SDR	:	Special Drawing Right
SEC	:	Securities and Exchange Commission

## GİRİŞ

Uluslararası finansal piyasalar, buldukları ülke dışından finansman ihtiyacını karşılamak isteyen kuruluşlarla, ellerindeki fonları kendi ülkeleri dışındaki kuruluşlara borç vermek isteyen yatırımcıların oluşturdukları piyasalardır. Bu piyasalardan kaynak sağlamak isteyen kuruluşlar, kısa vadeli kaynak ihtiyaçlarını, uluslararası para piyasalarında kullanılan finansal araçlarla; uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını uluslararası sermaye piyasalarında kullanılan finansal araçlarla karşılayabilmektedirler.

Uluslararası sermaye piyasaları, vadelerin uzunluğu, yüksek miktarda borç kaynağın elde edilebilmesi ve borç kaynak elde edilebilecek yatırımcı sayısının diğer piyasalara göre oldukça fazla olması nedeniyle özellikle devletler, uluslararası organizasyonlar ve çok uluslu şirketler tarafından en fazla tercih edilen piyasalar olmaktadır. 1963 yılında ilk kez kullanılmaya başlanan euro tahviller de, kullanıcılara sunduğu avantajları ve alım satım işlemlerinin kolaylığı nedeniyle, finans piyasalarında hızlı bir gelişme göstererek, uluslararası sermaye piyasalarının vazgeçilmez finansal araçlarından biri olmuştur.

Euro tahvillerin herhangi bir ülke mevzuatına tabi olmaması, vergi avantajı sağlaması, ihraç prosedürlerinin alternatiflerine göre oldukça kolay ve kısa süreli olması ve oldukça uzun vadelerle düzenlenebilmesi, uluslararası piyasalardan uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen borçlanıcılar için euro tahvil ihracını cazip hale getirmektedir. Özellikle ülke içi fonları ihtiyacı karşılayabilmek için oldukça düşük olan, sosyal ve ekonomik açıdan gelişme gösterebilmesi için uzun vadeli kaynağa ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler, uzun vadelerle düzenlenebilmeleri ve yüksek miktarda borç kaynak elde edilebilmesine imkan vermeleri nedeniyle euro tahvillere yönelmektedirler.

Euro tahvil piyasalarının, Dünya Borç Krizi sonrası gelişmekte olan ülkelere yeniden açılması ve bu ülkelerin euro tahvil ihraçlarıyla kaynak elde edebilmelerine imkan verilmesiyle Türkiye'de bu piyasalara yönelmiş, 1987 sonrasında günümüze kadar birçok defa uluslararası piyasalara euro tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

Bu çalışmada, uluslararası finansal piyasalar içinde, euro tahvillerin yeri ve önemi belirtilerek, Türkiye'nin euro tahvil kullanımları ve Türk euro tahvillerinin incelenmesi amaçlanmıştır.

 bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümümde uluslararası finansal piyasalar incelenmiş, uluslararası para ve sermaye piyasalarında kullanılan başlıca finansal araçlar temel özellikleriyle açıklanmıştır.

İkinci bölümde euro tahviller ele alınmıştır. Euro tahvillerin temel özellikleri ve yatırımcılarına sunduğu avantajlar açıklanmış, uluslararası piyasalarda en fazla kullanılan euro tahvil türleri açıklanarak, belli başlı euro tahvil kullanıcılarından bahsedilmiş, euro tahvil piyasasının tarihsel gelişimi ve euro tahvillerin takas edilmesi işlemi açıklanmıştır. Son olarak, tahvillerin derecelendirilmesi işlemi üzerinde durulmuştur.

nc bölümde ise Türk euro tahvilleri incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal piyasalara yönelmesi ve uluslararası piyasalarla ilişkileri üzerinde durularak, Türkiye'nin uluslararası finansal piyasalarla ilişkileri ve Türk euro tahvillerinin tarihsel gelişimi incelenmiş, Türk euro tahvillerinin birincil ve ikincil piyasalardaki performansı üzerinde durulmuştur. Son olarak, İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nın euro tahvillere ilişkin fiyatlandırma, düzenleme ve uygulamalarına yer verilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR

Uluslararası finansal piyasalar, çeşitli nedenlerle kendi ülkeleri dışındaki finans piyasalarından kaynak sağlama yoluna giden hükümet kuruluşları veya şirketlerle; yine çeşitli nedenlerle, tasarruflarını kendi ülkeleri dışındaki kuruluşlara kullandıran kişi ve kuruluşların bir araya gelerek oluşturdukları piyasalar olarak tanımlanmaktadır (AKYÜZ, 1993, s.11).

Uluslararası finansal piyasalar, sağlanan fonların vadesine göre, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Vadeleri genellikle bir yılı veya daha az bir süreyi kapsayan finansal araçların arz ve talep edildiği piyasalar, para piyasaları; vadeleri bir yıldan fazla olmakla birlikte, kullanılan finansal aracın türüne göre oldukça uzun bir süreyi kapsayabilen finansal araçların işlem gördüğü piyasalar da sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır. Uluslararası para ve sermaye piyasalarında işlem gören finansal araçların ortak özelliği, borçlanıcı kuruluşun bağlı olduğu ülke dışında arz ve talep edilmeleridir.

#### 10. Uluslararası Para Piyasaları

Uluslararası para piyasaları, vadeleri bir yılı veya daha az bir süreyi kapsayan finansal araçların kullanıldığı piyasalardır. Bu piyasalar, bankaların, hükümet kuruluşlarının ve şirketlerin kısa vadeli fon ihtiyacı için fon talebinde buldukları; yatırımcıların ise kısa vadeli fonlarını, ulusal piyasada sağlayacağı getiriden daha fazlasını elde etme amacıyla, fon talebinde bulunanlara sundukları piyasalardır.

Uluslararası para piyasalarındaki genel borçlanma piyasaları; euro borç senetleri piyasaları ve europara (veya eurodolar) piyasalarıdır.



## **100. Europara Piyasaları**

Europara (eurocurrency), bir paranın tedavüle çıktığı ülke dışında, herhangi bir ülkedeki bir bankada veya piyasada işlem gördüğünü anlatmak için kullanılan terimdir (AKSOY, 1998, s.178). Europara piyasası da, europara adı verilen fonların dolaşımında bulunduğu ve bu fonların işlem gördüğü piyasalara verilen addır. Europara piyasasının temeli Avrupa'da işlem gören dolarlara dayandığından ve bu piyasadaki işlemlerin dörtte üçünden daha fazlası eurodolarla yapıldığından, bu piyasa eurodolar piyasası olarak da adlandırılmaktadır.

Bugün, bir ulusal paranın, bu parayı çıkaran ülkenin sınırları dışında oluşan piyasasına "Europara Piyasası", europara işlemlerinin gerçekleştirildiği bankalara da "Eurobank" adı verilmektedir (SEYİDOĞLU, 1997, s.290). Günümüzde, Avrupa'da ve dünyanın önemli finans merkezlerinde birçok banka, europara mevduatlarını kabul etmekte ve bu paralarla işlem yapılabilmesine imkan vermektedir.

Europara mevduatları (eurocurrency deposits), genellikle süresi bir günden bir yıla kadar değişebilen, vadeli mevduat hesaplarıdır (SEYİDOĞLU, 2003, s.687). Bu mevduat hesapları, belirli bir vadeye sahip, vade süresi boyunca faiz oranları sabit, devredilemez nitelikte hesaplardır.

Bu piyasa, kısa vadeli fonların, en avantajlı yerlere kolayca taşınmasını sağlayan, düzenlemelerden uzak bir piyasadır. Oldukça geniş bir alana yayılan bu piyasa, ulusal finans piyasalarından farklı bir yapıya sahiptir ve uluslararası piyasaların kendine özgü avantajlarını ve fırsatlarını taşımaktadır. Sağladığı avantajları nedeniyle, geniş bir kullanım alanı ve kullanıcı kitlesi bulan bu piyasa, uluslararası finans piyasalarında önemli bir yere sahiptir.

### **1000. Europara Piyasasının Doğuşu ve Gelişimi**

Europara piyasasının, 1950'lerin ortalarında Avrupa'da ortaya çıktığı kabul edilmesine rağmen, asıl başlangıcı, ABD dolarının, Berlin, Viyana gibi önemli merkezlerde mevduat

olarak yatırıldığı ve kredi olarak verilmeye başlandığı 1920'li yıllara kadar uzanmaktadır (PARASIZ, 2000, s.587).

Diğer bir görüşte ise, 2. Dünya Savaşı döneminde doların ABD bankalarından çekilerek Londra, Paris gibi önemli merkezlerdeki bankalara yatırılmasıyla bu piyasanın başladığı öne sürülmektedir (PARASIZ, 2000, s.587).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında, IMF tarafından, doların döviz piyasasına müdahale amacıyla kullanılmaya başlanması ve doların uluslararası ekonomide anahtar para birimi özelliğini alması, bu piyasanın hızla büyümesine ve gelişmesine yardım etmiştir. 1950'lerin sonlarında, özellikle Batı Avrupa'da konvertibilitenin sağlanması ve Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun kurulması, bölgenin ve Avrupa'nın hızla gelişmesine ve Amerikan yatırımlarının hızla bu bölgelere akmasına neden olmuş, böylece Avrupa'da yeni bir para piyasası doğmaya başlamıştır.

Europara piyasalarının ortaya çıkmasında, esas olarak dört önemli faktör yer almaktadır (AKSOY, 1998, s.181). Bunlar;

**a. ABD'deki Mevzuat Sınırlamaları:** 1937 yılında oluşturulan "Q Düzenlemesi" (Regulation Q) ile ABD bankalarının kısa vadeli mevduata faiz ödemesi durdurulmuş ve sunabilecekleri üst faiz oranı sınırlandırılmıştır. Avrupa bankalarının her türlü mevduata ABD'den daha yüksek oranda faiz ödemesi, dolar mevduatlarının ABD piyasalarından kaçmasına ve Avrupa piyasalarına yönelmesine neden olmuştur.

Eurodolar mevduatlarının denizaşırı ülkelerde kullanılmasının karşılık oranı uygulamasına bağlı olmaması, faiz ve vade açısından kredilere uygulanan düzenlemelerin bu piyasada uygulanamaması ile döviz ve sermaye akımlarına ilişkin hükümet kurallarına tabi olunmaması bu piyasaların gelişmesine yardımcı olmuştur.

Piyasaya başlangıçta gerekli ilgiyi göstermeyen bireysel yatırımcılar da, zamanla bu piyasaya yönelerek sık sık kullanmaya başlamıştır. Özellikle büyük kuruluşların bu piyasalara talep göstermesi, küçük yatırımcıların da talebini beraberinde getirmiş, işlem hacminin artmasını ve piyasanın genişlemesini sağlamıştır.

**b. Avrupa Bankalarının, Dolar Tekeline Karşı Mücadelesi:** İngiltere Merkez Bankası'nın, İngiliz bankalarından ödemeler dengesini ferahlatmak amacıyla, İngiltere'de ikamet etmeyen yabancılara sterlin para birimiyle kredi açılmasını istemesi sonucu, bu bankalar aynı kişilerden dolar olarak mevduat kabul etmeye başlamışlardır. Böylece Londra başlangıçtan itibaren sterlinin dolar lehine geri çekilmesini hızlandırarak, eurodolar piyasasının oluşmasına ve hızla gelişmesine katkıda bulunmuştur.

Avrupa merkezli bankaların, ABD bankalarının tekelci yaklaşımlarıyla mücadele etmek için daha küçük kar marjıyla çalışmaları ve dolar cinsinden krediler için daha küçük faiz oranı uygulamaları, çeşitli nedenlerle ABD bankalarına başvurmak istemeyen ya da başvuramayan müşterilere kredi sunmaları, vade ve plasman açısından yeni teknikler geliştirmeleri de bu piyasanın gelişmesine katkıda bulunmuştur.

**c. Soğuk Savaşın Etkisi:** Soğuk savaş döneminde (1950'li yıllarda), Sovyetler Birliği ve Demir Perde ülkeleri, ABD bankalarındaki mevduatlarını, ABD hükümetinin el koymasından çekindikleri için, bu bankalardan çekerek Avrupa bankalarına yatırmış, böylece piyasanın gelişmesine katkıda bulunmuşlardır.

Özellikle, Sovyetler Birliği'nin dış ticaret finansmanı için elinde tuttuğu dolarları yatırdığı iki büyük bankadan biri olan Paris'teki Euro Banque, isminin daha sonra europara mevduatı kabul eden bankaları ifade eden "Eurobank" terimine vermesi, bu piyasayı Rusların oluşturduğu gibi bir görüşün yerleşmesine neden olmuştur.

**d. ABD Dış Ödeme Açıkları:** Avrupa merkez bankalarının elinde, ABD'nin dış ödeme açıkları nedeniyle büyük miktarlarda dolar birikmiş, biriken bu dolarlar europara piyasası dolar arzının bir kısmını oluşturmuştur. Europara piyasasında kullanılan temel para biriminin dolar olmasının en önemli nedenlerinden biri de, ABD merkez bankalarının sahip olduğu fazla miktarda doları uluslararası piyasalara sunmasıdır.

ABD'nin ödemeler dengesinin açıklarının büyümesi, diğer ülkelerin ellerindeki resmi rezerv aktiflerinin miktarının hızla artmasına yol açmıştır. 1950'li yıllardan sonra Avrupa bankalarındaki dolar hacmi oldukça yüksek miktarlara ulaşmış, bu nedenle ABD, döviz arz

edenler açısından çekiciliğini yitirmiş, daha uygun şartlar sahip europara piyasası daha cazip hale gelmiştir.

### **1001. Europara Piyasasının Müşterileri ve Euro Merkezler**

Europara piyasaları, genelde ticari banka piyasalarıdır ve işlem yapan taraflardan en az birisi bankadır. Bankaların müşterileriyle dolar cinsinden yaptıkları mevduat ve kredi işlemleri bu türdendir ve perakende (retail) piyasayı oluştururlar (SEYİDOĞLU, 2003, s.689).

Europara piyasasından, gerçek kişiler, hükümetler ve büyük oranda çok uluslu şirketler yararlanmaktadırlar. Bunlar, aynı zamanda ellerinde biriken fonları bu piyasaya yatırarak yüksek faiz geliri elde edebilmektedirler. Bazen hükümetler de döviz rezervlerindeki fazlalıkları eurodolar piyasasına yatırarak faiz geliri elde etme yoluna gitmektedir.

Bu piyasaya fon yatırılması, piyasada işlem yapan bir bankada dolar veya bir başka para cinsinden hesap açılması ya da bir mevduat sertifikası satın alınması şeklinde olur. Yatırımcıların ve kredi kullanmak isteyenlerin bu piyasaya yönelmesini sağlayan en önemli faktör ise, düşük faiz marjlarıdır.

Bu piyasada işlemlerin büyük kısmını, bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemler oluşturmaktadır. Bu tür bankalara “Interbank”, bu piyasalara da “toptan” ( wholesale ) piyasalar denmektedir. Interbank piyasası işlemlerinin hacmi, bu bankaların müşterileri ile yaptıkları işlemlerden çok daha büyüktür ve piyasanın temelini oluşturmaktadır.

Başlangıçta yalnızca büyük uluslararası bankaların birbirileriyle yaptıkları işlemlerden oluşan bu piyasa, günümüzde daha çok, ülkelere ait bankaları da kapsayacak şekilde genişlemiştir. Europara piyasası işlemlerinde anahtar konumda olan bankalar, aralarındaki hızlı ve etkin ödünç alış veriş işlemleriyle bankalar arasında bağlantı sağlamakta ve bu piyasada kanal vazifesi görmektedirler.

Bankalar arası piyasada yapılan yatırımlar, genellikle kısa vadeli olup, en az bir milyon dolar (veya eşdeğeri başka bir para birimi) büyüklüğündedir. Bankalararası işlemler, döviz

alım satımı, mevduat kabul etme veya kredi verme şeklinde olmaktadır (PARASIZ, 2000, s.590). Bu piyasada, bankalar uluslararası interbank piyasasını kullanarak mevduat tabanını genişletebilmekte ve bu şekilde müşterilerine daha uygun şartlarda kredi sunabilmektedirler.

Europara piyasalarının para yaratma mekanizmasında, en önemli rolü bankalar oynamaktadır. Çünkü, europara, bir ülkenin parasının başka bir ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılmasıyla veya mevduatların başka ülkelerdeki euro bankalara yatırılması şeklinde olmaktadır ve europara oluşması için, euro parayı kabul edecek tarafın bir banka olması ve mevduatı kabul edecek bankanın ilgili paranın kullanıldığı ülke dışında olması gerekmektedir. Bankaların bu özelliği, europara piyasalarında hem düzenleyici, hem de müşteri konumunda olmalarını gerektirmiştir.

Bankalararası piyasanın en hassas tarafı, içerdiği risklerdir. Bankaların özelliklerine ve faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkan risklerin yanında sistemden kaynaklanan riskler de bulunmaktadır. Bankalararası bağlantıdan dolayı, zincirleme bir reaksiyon etkisi tüm sistemi bir krize sokabilmektedir. Bu nedenle, bankalararası piyasada kredibilitesine göre bankaların sınıflandırılmasını içeren bir sıralama olgusu gelişmiş ve uygulamaya konmuştur (PARASIZ-YILDIRIM, 1994, s.236).

Europara piyasası işlemleri, günümüzde birçok merkezde yapılabilmesine rağmen, temel piyasalar Londra ve New York'taki piyasalardır. Bankalararası piyasalarda, borçlanılırken veya fon aktarılırken Londra ve New York bankalararası faiz oranı olan LIBOR ve NIBOR kullanılmaktadır. Bu iki faiz oranının yanında, anlaşmaya göre belirlenen başka bir faiz oranı veya endeks de kullanılabilir.

Euro merkezlerin tüm europaralarla işlem yapılmasına olanak vermesi, vergi, döviz kontrolleri, karşılık oranları ve bankacılık faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler açısından bağımsız olması ve yabancı müşterilere kolaylıklar tanınması, bu merkezlerin diğer finansal merkezlerden ayrılmasını sağlamaktadır. Ayrıca bu özellikleri, yatırımcıların ulusal piyasalarda yatırım yapma yerine, uluslararası finansal piyasalara yönelmesine ve fonlarını bu piyasalarda değerlendirmelerine de neden olmaktadır.

Euro merkezler coğrafik temele göre sınıflandırıldığında beş merkezle karşılaşılır. Bu merkezler ve onları oluşturan şehirler şunlardır (PARASIZ, 2000, s.591):

- a. Avrupa Merkezleri: Londra, Frankfurt, Zürih, Lüksemburg, Paris, Amsterdam, Brüksel, Milan.
- b. ABD ve Kuzey Amerika Merkezleri: New York, Toronto, Chicago, Los Angeles.
- c. Uzak Doğu ve Asya Merkezleri: Singapur, Tokyo, Hong Kong.
- d. Karayip Merkezleri: Panama, Nassau-Bahama, Cayman Adaları.
- e. Orta Doğu Merkezleri: Beyrut, Bahreyn ve Birleşik Arap Emirlikleri.

### **1002. Europara Kredileri**

Europara kredileri, kredi sağlayan bankaların, buldukları ülke parasının dışındaki para birimleriyle açtıkları kredilerdir. Bu krediler, genellikle finansal açıdan güçlü şirketlere, uluslararasılaşmış şirketlere, kredinin geri ödenmesi bakımından güvenilirliği ve kredibilitesi yüksek güçlü devletlere, çok uluslu şirketlere ve büyük organizasyonlara açılabilir. Europara kredileri çoğunlukla bir bankalar sendikasyonu tarafından verilmektedir.

Europara piyasası kredilerinin en büyük özelliği, yeniden düzenlenebilir şekilde olmasıdır. Bu kredilere uygulanan faiz oranları kredi süresi içinde üç veya altı aylık dilimler bittiğinde, kredi veren kuruluşlar tarafından mevcut finansal koşullar dikkate alınarak gözden geçirilmekte ve yeniden cari faiz oranına (veya önceden belirlenmiş bir göstergeye) göre ayarlanabilmektedir.

Euro krediler, kısa veya orta vadeli olarak verilmektedirler, ancak altı ay ve daha kısa vadeli euro krediler daha fazla tercih edilmektedir. Orta vadeli euro kredilerin süresi altı ile on ay arasında değişebilmektedir. Euro kredilerin genellikle kısa vadeli olarak düzenlenmesinin nedeni, bu kredilerin, mevcut koşullara ve faiz oranlarında yaşanan değişikliklere uygun olarak yeniden düzenlenebilmesidir. Ancak, kredi sağlanan kuruluşun ekonomik yapısı ve finansal piyasalardaki itibarı göz önüne alınarak, bir yıldan uzun vadeli olarak da düzenlenebilmektedir.

Euro kredi türlerinin diğer kredi türlerinden pek çok üstünlükleri vardır (SEYİDOĞLU, 2003, s.693). Bu üstünlüklerin bazıları şunlardır:

**a. Uluslararası Finans Kaynaklarına Ulaşma Olanığı Sağlaması:** Yeterince tanınmamış birçok küçük firma, uluslararası piyasalardan kaynak sağlayabilmek oldukça zor ve riskli olduğundan, tahvil ve bono ihraç ederek uluslararası finansal piyasalara girememektedir. Oysa bankalar, risk ve vade açısından, kurumsal yatırımcılara çekici gelmeyen yatırımları, deneyim ve uzmanlıkları sayesinde fırsat ve karlılıkları daha iyi analiz ederek değerlendirebilmekte ve müşterilerine sunabilmektedirler.

Böylece uluslararası finans piyasasına girmekte zorlanan, finansal açıdan yeterli büyüklüğe sahip olmayan birçok kuruluş, bu piyasaya girebilmekte ve finansal kaynaklara erişebilmektedirler.

**b. Kaynağı Çeşitlendirme ve Büyük Hacimli Krediler:** Europara kredileri, küçük hacimli miktarlardan, milyar dolarlık kredilere kadar farklı miktarlarda açılabilir. Bu piyasada ödünç alıcı, bir tek işlemle büyük miktarlarda borçlanabilmekte, bu da borçlanma maliyetini düşürmektedir.

Ayrıca sendikasyon süreci sayesinde, fon kaynağı olarak bir borç verici yerine birkaç borç verici arasında çeşitlendirme yapılarak yalnızca bir borç vericiye bağlı olmanın riskleri de ortadan kaldırılır.

**c. Hız ve Esneklik:** Euro kredi piyasası, kolaylıkla ve hızlı bir şekilde kullanılacak bir kaynaktır. İşlemler standart ve oldukça basittir. Tüm işlemler genellikle dört ile altı hafta arasında tamamlanabilmektedir.

Europara kredilerinde üç veya altı aylık faiz oranlarına bir marj eklenmekte ve düzenli olarak ayarlanabilmektedir. Dolayısıyla, kredinin faiz oranındaki bu esneklik, ödünç alıcı için, orta veya uzun vadeli sermayeyi elde edebilme imkanı doğururken, uzun vadeli sermayeyi nispeten daha düşük olan kısa vadeli faiz oranlarından elde edebilme imkanı sağlamaktadır.

## 101. Euro Borç Senetleri Piyasası

Euro borç senetleri (euronotes), europara piyasalarından fon sağlanmasına olanak veren, kısa süreli borçlanma araçlarıdır. Bu borç senetleri, emre yazılı senetler olup, tamamen devredilebilme özelliğine sahiptirler.

Bu senetlerin en büyük kullanıcıları, finansal bakımdan güçlü olan ve uluslararası piyasalardan kaynak sağlayabilecek kredibiliteye sahip kuruluşlardır. Ödeme gücü yüksek büyük işletmeler tarafından, içinde bulunulan ülkenin parasından ayrı bir paraya bağlı olarak çıkartılan bu araçların “euro” niteliği, ülke parası dışında bir para birimi kullanılmasına bağlıdır (SEYİDOĞLU, 1997, s.297).

### 1010. Piyasanın Temel Özellikleri

Euro borç senetleriyle ilgili piyasa, ilk olarak 1970’lerin başlarında Londra’da görülmekle birlikte, bu piyasanın büyümesi ve gelişmesinde 1980’li yıllardaki Dünya Borç Krizi büyük oranda etkili olmuştur. Bu yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere borç verenler daha dikkatli davranmak zorunda kalmışlardır.

Euro borç senetleri piyasasının doğuşu genel olarak iki nedene dayanmaktadır:

- a. Yeni eurokredi sağlanmasında, uluslararası bankaların artan sermaye kısıtlamaları,
- b. Kurumsal yatırımcıların büyük miktardaki fon fazlalıkları.

Euro borç senetleri piyasası, banka kredilerine alternatif olarak geliştirilmiş olan ve genellikle büyük kuruluşlara satılan para piyasası araçlarının kullanıldığı bir piyasadır. Bu piyasada kullanılan senetler hamiline yazılı olup, vadeleri genellikle 20 ile 45 gün arasında değişmekte ve en fazla 270 gün vadeli olmaktadır (AKSOY, 1998, s.195).

Euro borç senetleri piyasasının tek enstrümanı, başlangıçta euro ticari senetler iken sonraki yıllarda senet çıkarım kolaylıkları ve satış yükümlülük kolaylığı gibi yeni uygulamalarla önem kazanmış, kullanılan yeni uygulamalarla euro borç senetleri piyasası işlem hacimlerinde artışlar yaşanmıştır.



Bu piyasada borçların faiz oranları, genellikle geçerli LIBOR oranlarına göre belirlenmekte, piyasa anlayışına ve borçlanıcının kredi alabilirliğe bağlı olarak, uygulanan faizler, LIBOR'a ek olarak belirlenen oranlar arasında dalgalanmaktadır.

### **1011. Euro Borç Senetleri Piyasası Araçları**

Euro borç senetleri, ilk satışlarının bir bankalar konsorsiyumu tarafından yüklenilip yüklenilememesine göre iki gruba ayrılmaktadır. Bu ayrıma göre satış yükümlülük kolaylıkları ve senet çıkartım kolaylıkları yüklenicili euro borç senetleri kapsamında; euro finansman bonoları, orta süreli euro bonolar yüklenicisiz euro borç senetleri kapsamında yer almaktadırlar.

#### **10110. Dönen Nitelikli Satış Yükümlülük Kolaylıkları**

Dönen nitelikli satış yükümlülük kolaylıkları<sup>1</sup>, kredi kullanıcısının çıkarttığı, vadeleri bir ile altı ay arasında değişen euro borç senetleridir. Bunlar, 5 ile 10 yıllık bir süre için, ticaret ve yatırım bankalarından oluşan bir konsorsiyumun satış güvencesine sahiptirler (SEYİDOĞLU, 1997, s.298).

Bu senetlerde bankalar, doğrudan kredi veren olarak ortaya çıkmaktadırlar. Borçlunun ihtiyaç duyduğu kaynaklar, stand-by anlaşması çerçevesinde uzun süreli finans güvencesiyle belirlenmiş olarak, kısa süreli emisyonlarla karşılanmaktadır. Bu senetlerin belli başlı özellikleri şunlardır (FETTAHOĞLU, 1991, s.76):

a. Kredi alıcısı, uzun süreli gereksinimini 1-6 aylık senetlerin satışıyla karşılama olanağını elde etmektedir. Bu kağıtlar, borçlunun gereksinimine uygun olarak toplam süre boyunca yenilendiği sürece işlevini yerine getirebilmektedir.

b. Kredi alıcısı, bankalarla varılan anlaşma sonucunda gerekli kaynakları uzun süreli güvence altına alabilmektedir. Burada bankalar konsorsiyumu, borçluya 5-10 yıllık bir süre için belirlenmiş bir tutarı karşılama güvencesi vermiş bulunmaktadır.

---

<sup>1</sup>Revolving Underwriting Facility - RUF

c. Senetlerin satışı ve üstlenilmesi, birbirinden bağımsız bankalar tarafından yerine getirilmektedir. Senetlerin, geçici olarak piyasada satılamaması durumunda ise yükümleniciler, önceden belirlenen faiz oranından satın almaya ya da buna uygun miktarda kredi vermeye yükümlü bulunmaktadır.

Dönen nitelikli satış yükümlülük kolaylıkları, kullanıcılarına pek çok açıdan yararlar da sağlamaktadır. Bu yararların başlıcaları ise şunlardır (FETTAHOĞLU, 1991, s.76):

a. İşletmeler, yükümlenilen ve dönen nitelikli senetler çıkararak uzun süreli kaynak gereksinimlerini karşılayabilmektedirler. Böylece, uzun süreli finans tabanı elde etmekte ve elde ettiği bu krediyi kısa süreli kredi alımlarıyla esnek para piyasası koşullarına uygun olarak elde etmektedirler.

b. Bankalar tarafından konsorsiyum oluşturulması, tek bir bankaya bağlanmanın zorluklarını gidermekte, işletmeler için senet çıkarımları daha elverişli koşullarda gerçekleşmekte ve satış daha hızlı gerçekleşmektedir.

c. Bu senetlerin maliyeti, piyasa faiz oranlarında satılabilmesine ya da yükümlenicilerin piyasadaki satış olanaklarına bağlıdır. Faizler satışın yapıldığı dönem LIBOR oranına, anlaşmaya varılan faiz oranının eklenmesiyle belirlenir.

Riskleri açısından, kısa süreli kredilerde riskler yatırımcı üzerindeyken, uzun süreli kredilerde riskler, güvence verildiği durumlarda, yükümlenici bankalar üzerinde bulunmaktadır. Bu durumda, borçlu kredibilitesindeki düşüşler ve diğer senetlerin satılamamasının olumsuz sonuçları bankalara yansımaktadır.

### **10111. Senet Çıkarım Kolaylıkları**

Senet çıkarım kolaylıkları veya senet ihraç kolaylıkları<sup>2</sup> terimi, güvenilirliği yüksek bir şirketin, yabancı bir paraya bağlı olarak çıkartıp, bir bankalar konsorsiyumu kanalıyla

---

<sup>2</sup> Note Issuance Facility - NIF

satışa sunduğu, kısa vadeli düzenlenen euro senetleri açıklamak için kullanılmaktadır (SEYİDOĞLU, 1997, s.299).

Bu senetler, bir kredi alıcısı tarafından, dönen tabanda bir, üç, altı, ya da on iki aylık kısa sürelerle çıkarılan ve bir bankalar konsorsiyumu tarafından, açık arttırma gibi bir yöntemle, satışının en düşük faiz veren kuruluşlara bırakıldığı borç senetleridir. Bu senetleri, döner nitelikli senetlerden ayıran en önemli özellikler, arttırma yönteminin uygulanması ve yenilenme özelliğine sahip olmamalarıdır.

Borçlanıcı kuruluşlar, senet çıkartım kolaylıklarını kullanarak, alternatif finansman kaynaklarına oranla bazı avantajlar elde etmektedirler. Bu senetlerin kullanıcılarına sağladığı avantajlardan bazıları şunlardır (SEYİDOĞLU, 1997, s.300).

**a. Çekiş Esnekliği:** Bu senetlerle sağlanan krediler, ihtiyaç doğdukça çekilebilmekte ve istenildiğinde tümü veya bir kısmı kullanılıp, kullanılmayan bölümler ise gelecek dönemlere aktarılabilir. Bu senetlerin kullanılmasıyla sağlanan kredilerle, ihtiyaç duyulmadığı için kullanılmayan kısımların ertelenmesi veya hiç kullanılmayarak iptal edilmesi mümkün olmaktadır.

**b. Vade Seçimi:** Senetli kredi kolaylıkları ile istenilen farklı vadelere göre senet çıkartılabilmesine olanak sağlanmaktadır. Ayrıca, borçlanıcı kuruluş ile bankalar konsorsiyumu arasında yapılabilecek bir anlaşmayla, esas süresini aşmamak koşuluyla vadeleri değiştirmek olanağı vardır.

**c. İkincil Piyasalar:** Likiditesi diğer para piyasası araçlarına göre oldukça yüksek olan bu senetlerin ikincil piyasası, yatırımcıların ilgisini çekmesi nedeniyle, diğer para piyasası araçlarına göre oldukça fazla gelişmiştir.

**d. Fon Maliyeti:** Bu senetlerin, kredi itibarı yüksek kuruluşlar tarafından çıkartılmaları ve güvenceye bağlanmamış olmaları, maliyetlerini düşürmektedir. Ayrıca, bu senetlerin herhangi bir güvenceye bağlanmamış olması, bu senetlerin riskinin, satın alanlar tarafından üstlenilmesini gerektirmektedir.

### 10112. Euro Finansman Bonoları

Euro finansman bonoları<sup>3</sup>, şirketlerin çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için kullandıkları para piyasası araçlarıdır (SEYİDOĞLU, 1997, S.300). Euro finansman bonoları, yabancı bir para birimine bağlı olarak (genellikle dolar kullanılmaktadır), kredi değerliliği yüksek firmalar tarafından çıkartılan, güvencesiz, hamiline düzenlenmiş, vadeleri kısa borç senetleridirler.

Euro finansman bonolarıyla ilgili piyasa, ilk olarak 1970'lerde Londra'da görülmeye başlanmıştır (AKSOY, 1998, s.195). 1980'lerin başında yaşanan borç krizi de, euro para piyasalarında gelişmekte olan ülkelere borç verilirken daha dikkatli davranılmasına yol açmış, Avrupa piyasalarındaki resesyon ve ABD'nin faiz politikaları nedeniyle, mevcut fonlar euro finansman bonolarına yönelmişlerdir.

Euro finansman bonolarının diğer para piyasası araçlarından ayrılmasını sağlayan belli başlı özellikleri şunlardır (FETTAHOĞLU, 1991, s.80):

a. Bu senetlerde vadeler kısa sürelidir ve süreleri 1, 3, ya da 6 ay olarak düzenlenmektedir (gerekli görülürse bir hafta ile oniki ay arasında da düzenlenebilirler).

b. Bu senetlerin satışında herhangi bir bankalar konsorsiyumu güvencesi söz konusu olmamaktadır. Bu senetler, yüklenim fonksiyonu gerektirmediğinden, bankalar için herhangi bir risk oluşturmamakta, bankaların işlevi sadece bu kağıtların ticaretiyle sınırlandırılmış bulunmaktadır.

Bankaların yüklenim hizmetine tabi olmamaları, bu tür krediler için maliyet tasarrufu oluşturmakta, bu maliyet avantajı da euro finansman bonolarının, çıkarım açısından cazip bir hal almasını sağlamaktadır.

Bu senetlerin temel özelliği, bankaların spread'ini azaltmak ve fon sunanların, fon arz edenlerin tasarruflarından daha etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlamaktır. Bu etkenler

---

<sup>3</sup> Eurocommercial Paper - ECP

euro piyasalarda söz konusu olmadığından, bu yolla sağlanan fon miktarları sınırlı kalmış ve piyasa uzun süre başarılı olamamıştır (PARASIZ, 2000, s.597).

### **10113. Orta Süreli Finansman Bonoları**

Orta süreli finansman bonoları<sup>4</sup>, kısa vadeli euro finansman bonoları ile vadeleri daha uzun olan yabancı tahviller arasındaki boşluğu doldurmak için ortaya çıkmış finansal araçlardır. Diğer finansal araçlardan en önemli farkları, maliyetlerinin düşük olması, daha hızlı olmaları ve daha esnek şekillerde oluşturulabilmeleridir.

Vadeleri 9–10 yıla kadar uzayabilen bu tür krediler, anapara ödemeleri, vadeleri, kupon ödemeleri ve kupon faizleri gibi birçok açıdan tahvillere benzemektedirler (SHAPIRO, 2002, s.370). Orta süreli finansman bonolarını, diğer finansal araçlardan ayıran temel özellikler şunlardır (SEYİDOĞLU, 1997, s.302):

- a. Bu senetler tahviller gibi bir çıkarımda satılmak zorunda değildir. Belirli bir süre içerisinde ihtiyaç duyulduğunda çıkarılabilme olanağı sağlarlar.
- b. Kupon ödemeleri, ihraç tarihleri ne olursa olsun, önceden belirlenen tarihlerde yapılır.
- c. Uluslararası piyasalardan ufak miktarlarda çıkartılmaları, bu senetlerin satışlarının daha esnek olmasını sağlamaktadır.

### **11. Uluslararası Sermaye Piyasaları**

Uluslararası sermaye piyasaları, vadeleri genellikle 5 ile 10 yıl arasında değişmekle birlikte, 40 yıla kadar uzayabilen sermaye piyasası araçlarının kullanıldığı piyasalardır. Uluslararası sermaye piyasaları, uygulanan vadelerin uzun olması nedeniyle borçlanıcı kuruluşların, genellikle yatırım harcamaları gibi uzun vadeli yatırımların finansmanı için başvurdukları piyasalardır.

---

<sup>4</sup> Euro Medium Term Note - EMTN

Uluslararası sermaye piyasaları, uzun vadeli kaynak ihtiyacı olan hükümet kuruluşları, devletler ve özel kuruluşlar için ulusal piyasalardan sağlanabilecek fon kaynaklarına oranla, daha uzun vadeli fon sağlama imkanı vermekte ve daha uygun borçlanma imkanları sunmaktadır. Elinde bulunan fonlarını finans piyasalarına sunarak gelir sağlama amacı güden yatırımcılar için de ulusal piyasada sağlayacağı gelirden daha yüksek gelir sağlayabilme imkanı vermektedir.

Uluslararası sermaye piyasalarında kullanılan başlıca finansal araçlar, uluslararası finans piyasalarında satışa sunulan uluslararası hisse senetleri ve uluslararası tahvil piyasalarında satışa sunulan uluslararası tahvillerden oluşmaktadır.

#### **110. Uluslararası Hisse Senetleri Piyasası**

Euro hisse senedi (euro-equity) terimi, ulusal hisse senetlerinin, şirketin bulunduğu bir ülke dışında (yabancı bir borsada) alınıp satılmasını anlatmaktadır (PARASIZ, 2000, s.596). Uluslararası piyasalardan fon ihtiyacını karşılamak isteyen şirketler, hisse senetlerini yurtdışındaki borsalarda satışa sunarak, ihtiyaç duydukları miktarlarda fon sağlama imkanı elde ederler. Ulusal kaynakları sınırlı olan ülke şirketleri ve uluslararası piyasalardan kaynak sağlayabilme imkanı geniş olan şirketler, hisse senetlerini uluslararası piyasalara sunarak, daha yüksek miktarlarda fon sağlayacaklarından, hisse senetlerini uluslararası piyasalarda satışa sunmaktadırlar.

Yurtdışı borsalarından, uluslararası hisse senetlerinin satışa sunulmasıyla kaynak sağlamak, şirketlere pek çok açıdan faydalar sağlamaktadır. Bu faydalardan bazıları şunlardır (SEYİDOĞLU, 1997, s.271):

a. Şirketler bu piyasalardan, daha büyük miktarlarda fon kaynağı sağlayabilirler. Çeşitlendirilmiş bir hissedar topluluğu temeline göre oluşturulan fonlar, şirketi tek bir ulusal piyasanın doğurduğu kaynak sınırlılığından kurtarır. Böylece, merkezi ufak bir ülkede bulunan şirket için uluslararası piyasalarda yapılan hisse senedi ihracı etkili bir fon kaynağı oluşturur.

b. Yabancı piyasalarda yapılan hisse senedi satışı, yani hissedarlar çekerek, şirket hisselerine olan talebin artmasına, bu şekilde hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesine neden olabilir.

c. Uluslararası hisse senedi satışları, şirket adının farklı mali piyasalarda yayılmasını ve duyulmasını sağlar. Bu şekilde, şirketler hisse senedi ihracını bir tanıtım aracı olarak kullanabilmektedirler.

Euro hisse senedi terimi, ilk olarak Avrupa yatırımcıları tarafından alınan ABD firmalarına ait hisse senetlerini tanımlamak amacıyla kullanılmıştır. İlk euro hisse senedi 1976 yılında bir alüminyum şirketinin 5 milyon adet hisse senedinin, ABD, Kanada ve Avrupa piyasalarına, aynı anda ihraç edilmesiyle görülmesine rağmen, bu piyasanın esas başlangıcının 1980'li yıllar olduğu kabul edilmektedir.

Bu piyasanın yaygınlaşması ise 1985-1986 yıllarında başlamıştır. 1985 yılında Daimler-Benz firmasının yaklaşık 1 milyar dolarlık hisse senedini uluslararası piyasalara ihraç etmesi ve 1986 yılında KLM havayolları, Peugeot ve Fiat gibi birçok şirketin de hisse senetlerini bu yolla ihraç etmeleri, bu piyasanın Almanya, Fransa ve Japonya gibi ülkelerde yaygınlaşmasını sağlamıştır.

Uluslararası piyasalarda hisse senetleri ihracıyla kaynak sağlanması, mevcut hisse senetlerinin hem yerli hem de yabancı borsalara kaydedilmesi (çifte kayıt) veya hisse senetlerinin sadece yabancı yatırımcılara satılması biçiminde olmaktadır.

Hisse senetlerinin hem yerli hem yabancı borsalara karşılıklı kayıt ettirmenin nedenleri şunlardır (SEYİDOĞLU, 2003, s.710):

a. Hisse senetlerinin, yabancı yatırımcıların borsasında ve o ülke parasıyla işlem görmesi sağlanarak likiditenin artırılmak istenmesi

b. Dışarıya kapalı, likiditesi düşük yurtiçi sermaye piyasasında işlem gören hisse senetlerinde, gerçek dışı fiyat oluşumunu engelleyerek, hisse senetlerinin değerinin yükselmesinin sağlanmak istenmesi

c. Yurtdışı piyasalarda, yeni hisse senedi çıkarımını destekleyecek, likit bir ikincil piyasa oluşmasını sağlamak

d. Müşterilere, ara mal sağlayıcılara, ev sahibi ülke hükümetlerine ve kredi veren kuruluşlara yönelik olarak firmanın imajını geliştirebilmek ve siyasal açıdan kabul edilebilirliğini sağlamak.

Hisse senetlerinin satışa sunulacağı yabancı borsa seçilirken, şirket amaçlarına yardımcı olup olmayacağına göre, hangi ülke borsasına girilmesi gerektiği ayrıntılı bir şekilde analiz edilmelidir. Seçim yapılırken, firmanın amaçlarını daha rahat bir şekilde gerçekleştirebilmesini sağlamak amacıyla, hisse senetlerinin değerinin diğer alternatif ülke borsalarına oranla daha fazla artmasını sağlayacak bir ülke borsası seçilmelidir.

Uluslararası piyasalarda hisse senetleri ihraçları aracılık yüklenimi ve konsorsiyum kanalıyla gerçekleştirilmektedir. Dünyadaki menkul kıymet borsalarının hemen hemen tamamı, yerel piyasada aranan koşullara uymak kaydıyla, yabancı hisse senetlerinin satışına imkan verirler. Uluslararası özelliği en fazla gelişmiş piyasalar başta Londra (LSE) olmak üzere New York (NYSE) ve NASDAQ<sup>5</sup> borsalarıdır.

#### **1100. Uluslararası Piyasalardaki Hisse Senedi Çeşitleri**

Yabancı piyasalara hisse senedi ihraç etmek isteyen şirketler, önceden belirledikleri bir piyasada satışa sunulmak üzere, yabancı hisse senedi ihracıyla; birden fazla piyasada aynı anda hisse senedi satmak amacıyla, euro hisse senetleriyle; şirket birleşmeleri amacıyla yabancı şirketlere hisse senetlerinin satılmasıyla, uluslararası piyasalarda hisse senetlerinin alınıp satılabilmesini sağlarlar.

Uluslararası piyasalarda alım satımı yapılan hisse senetleri, yabancı hisse senetleri ve euro hisse senetleri olarak ikiye ayrılmaktadır.

---

<sup>5</sup> National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System - Ulusal Aracı Kurumlar Birliği Otomatik Fiyat Kotasyon Sistemi



### **11000. Yabancı Hisse Senetleri**

Yabancı bir piyasadaki yatırımcılara satılmak amacıyla, o ülkenin yatırım kuruluşları tarafından, tamamen veya kısmen taahhütlü olarak çıkarılan hisse senetleridir. Bu hisse senetleri, genellikle satışa sunuldukları ülkenin parasıyla ihraç edilirler. Şirketler, yabancı piyasalarda hisse senedi ihracı gerçekleştirerek, hisse senetlerinin likiditesini artırabilmekte ve yeterli miktarlarda fon sağlama imkanı bulmaktadırlar.

Yabancı hisse senedi ihraçlarının en önemlisi özel plasman (direct placement) yöntemidir. Bu yöntemde, hisse senetleri az sayıda çıkarılmakta ve güvenilirliği yüksek kurumsal müşterilere satılmaktadırlar. Bu yöntem özellikle sanayileşmiş ülkelerde daha fazla tercih edilmektedir.

### **11001. Euro Hisse Senetleri**

Euro hisse senedi terimi, bir şirketin hisse senetlerinin, konsorsiyum taahhüdüyle veya konsorsiyum tarafından, yurtiçi piyasa dahil, aynı anda birçok ülke piyasasında satışa sunulmasını ifade etmektedir (SEYİDOĞLU, 2003, s.712).

Euro hisse senetleriyle birçok ülkede satışa sunulan hisse senetleriyle, yurtiçi piyasada satışa sunulan hisse senetlerine göre daha yüksek kazanç elde etmenin mümkün olması, özellikle çok uluslu şirketlerin ve finansal yapısı güçlü firmaların bu piyasalara yönelmesini sağlamıştır. Şirketler bu piyasada yapacakları hisse senedi ihraçlarıyla, bir defada yüksek miktarlarda fon sağlayabilmektedir.

Euro hisse senedi çıkarmak isteyen bir işletme, bu konuyla ilgili ihraç koşullarını görüşmek ve pazarlanmasını sağlayacak kuruluşu belirlemek üzere bir öncü yöneticiyle (lead manager) anlaşarak, hisse senetlerini ihraç edebilmektedir.

### **1101. Uluslararası Hisse Senedi Yatırımları**

Yabancı hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, kendi ülkelerinde şu işlemleri yaparak yatırım yapabilirler (SEYİDOĞLU, 2003, s.714).

**a. Yabancı Hisse Senetlerinin Doğrudan Satın Alınması:** Yatırımcılar, kendi ülkelerinde, gelişen teknoloji sayesinde daima yabancı hisse senedi alıp satma olanağına sahiptirler. Ancak bireysel yatırımcılar için bu işlem oldukça zordur. Yabancı hisse senetlerini doğrudan satın almaya yönelik bu işlemin pek çok zorluğu olduğu için, bireysel yatırımcılar tarafından fazla tercih edilen bir yöntem değildir

**b. Amerikan Depo Sertifikaları:** Amerikan depo sertifikaları veya Amerikan emanet makbuzları<sup>6</sup> (ADR), Amerikan borsalarına kaydedilen sınır ötesi hisse senetlerini temsilen, bir banka tarafından çıkartılan belgelerdir. ADR'ler yardımıyla, hisse senetleri bir bankada tutulmakta ve onların yerine söz konusu bu sertifikalar hisse senedinin kendisi gibi alınıp satılabilmektedir.

Bu yöntemde ihracı yapan şirketin hisse senetlerini temsil eden makbuzlar ABD doları üzerinden ihraç edilmekte, gerçek hisse senetleri şirketin bulunduğu ülkede saklı tutulmaktadır. Ülke parasıyla ödenen temettüleri ise dolara çevrilmekte ve ADR sahiplerine dağıtılmaktadır.

Oy hakkını kullanmak isteyen yatırımcılar ise saklama kuruluşuna vekalet vererek bu işlemi yapabilmektedirler. Söz konusu makbuzlar, diğer hisse senetleri gibi ABD'de bir borsada veya borsa dışı bir piyasada işlem görmektedirler (AKYÜZ, 1993, s.16).

**c. Açık Uçlu ve Kapalı Uçlu Yatırım Fonları:** Açık uçlu (open-ended) fonlar, bir yabancı hisse senedine dayanılarak bu hisse senedinin net varlık değerine eşit fiyatlardan, her an hisse senedi çıkartabilen veya mevcut hisse senedini geri alabilen fonlardır (SEYİDOĞLU, 2003, s.714). Kapalı uçlu (closed-ended) fonlar ise, konulan sermaye karşılığında sabit miktarda hisse senedi çıkartılabildiğini sağlayan fonlardır.

Yabancı hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için, portföy çeşitlendirilmesini sağlamak amacıyla global fonlar, uluslararası fonlar, bölgesel fonlar gibi çeşitli yatırım fonu seçenekleri de, özellikle profesyonel ve kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

---

<sup>6</sup> American Depository Receipt

## **111. Uluslararası Tahvil Piyasaları**

Uluslararası tahviller, özel şirketler veya hükümet kuruluşları tarafından çıkartılan ve tahvili çıkaran kuruluşun bulunduğu ülke dışında satışa sunulan tahvillerdir. Uluslararası tahvil ihracıyla kaynak sağlama, finansal yapısı güçlü olan ve uluslararası piyasalardan kaynak sağlayabilme imkanına sahip kuruluşların, uluslararası tahvil piyasalarında tahvil ihraçlarıyla gerçekleştirebilmektedirler. Yurtdışına tahvil ihraç etmek isteyen borçlanıcılar, uluslararası tahvil piyasalarını kullanarak oldukça geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmekte ve yüksek miktarda kaynak sağlayabilmektedirler.

### **1110. Uluslararası Tahvil Piyasalarının Temel Özellikleri**

Uluslararası tahviller, uluslararası sermaye piyasalarının en önemli finansal araçlarıdır. Uluslararası piyasalarda kaynak sağlama yoluna giden pek çok şirket, finansman tekniklerinin gelişmesi ve uluslararası piyasalarda tahvil ihracıyla kaynak sağlamanın daha kolay olması nedeniyle, uluslararası tahvil piyasalarını kullanarak kaynak sağlamayı tercih etmektedirler.

Tahviller, uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen kuruluşların çıkardığı finansal piyasa araçlarıdır. Yerli kaynaklardan yeterli derecede etkin kaynak sağlanamaması veya sağlanan fonların maliyetinin yüksek olması, borçlanmak isteyen kuruluşları yurtdışı piyasalardan kaynak sağlamaya itmiştir. Yurtdışında uzun süreli kaynak sağlamak isteyen kuruluşlar için en çok kullanılan yöntemlerden biri, uluslararası piyasalara yapılan tahvil ihraçlarıdır.

Uluslararası tahviller, tahvil çıkaran kuruluşun kendi ülkesi dışında satılan tahvilleri olarak tanımlanmaktadır. Bu piyasanın ayırıcı özelliği tahvillerin borçlunun ülkesi dışında, diğer ülkelerde satılabilmesidir (AKGÜÇ, 1998, s.679).

Uluslararası tahvil piyasaları, Dünya ekonomilerinin globalleşmesi ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan kaynak sorunları nedeniyle, özellikle 70'li yıllardan sonra büyük gelişme göstermiştir. Bugün gelişen teknoloji sayesinde uluslararası piyasalardan tahvil satın almak isteyen bir yatırımcı kendi ülkesinden çok uzak bir ülkede, tahvil ihracı yapan bir kuruluşun tahvillerine yatırım yapabilmektedir.

### **1111. Uluslararası Piyasalardaki Tahvil Türleri**

Uluslararası piyasada işlem gören tahviller; yabancı bir piyasada, o ülkenin para birimiyle satışa sunulan yabancı tahviller, yüksek miktarlarda ihraç edilip birden çok piyasada satışa sunulan global tahviller ve likiditesi yüksek bir para birimi üzerinden, aynı anda birkaç ülkede satışa sunulan euro tahviller olmak üzere üç kısma ayrılmaktadır.

#### **11110. Yabancı Tahviller**

Yabancı tahviller (foreign bonds), bir şirket, hükümet, belediye veya kamu iktisadi teşekkülü gibi hükümet kuruluşlarının belirli bir yabancı piyasada satılmak üzere, o ülkenin ulusal parası ile çıkartılan ve genellikle bir yükleniciler grubu tarafından piyasaya sunulan uzun vadeli borçlanma araçlarıdır (SEYİDOĞLU, 2003, s.697).

Yabancı tahvillerin, satışa sunuldukları ülkenin yasal düzenlemelerine bağlı olarak o ülkenin para birimiyle satışa sunulması, yabancı tahvilleri euro tahvillerden ayırmaktadır.

Yabancı tahviller, genellikle bir bankalar konsorsiyumu tarafından , yüklenim hizmeti (underwriting) anlaşmasıyla satın alınmakta ve borçlanılacak ülkede satışa sunulmaktadır. Tahvil ihraçlarının bir konsorsiyum tarafından yapılması, özellikle küçük şirketlerin kredi değerliliğinin düşük olmasının ve uluslararası piyasalarda yeterince tanınmamasının doğurduğu sorunları gidermektedir.

Ayrıca, yeterli büyüklüğü olmayan bankalar da bu konsorsiyumlara girerek yüksek getiriler elde etme imkanı bulurlar. İhraç komisyonlarında bulunan önder banka (lead manager), kendisine tahvil ihraç etmek için başvuran kuruluşla, kredi ve ihraç koşullarını belirledikten sonra diğer bankalarla ihraç konsorsiyumunu oluşturarak, satışını yükledikleri tahvillerin ihracını gerçekleştirirler.

Tahvil ihraçlarında konsorsiyumların uyguladığı tam yüklenim, bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret olmak üzere üç tür yöntem vardır (DAĞLI, 2000, s.54).

Tam yüklenim (full underwriting) anlaşmasında, aracı kurum ihraca konu olan menkul kıymetlerin tümünü, satış işlemini başlangıcında kendi satın alarak satış riskini üstlenmekte; bakiyeyi yüklenim anlaşmasında (stand-by underwriting), satış süresi sonunda satılamayan menkul kıymetleri kendisi satın alarak borçlanıcıyı riskten korumaktadır. En iyi gayret (agency selling, best effort) anlaşmasında ise, satış süresi içinde satamadığı menkul kıymetleri ihraççı kuruluşa geri iade etmektedir. Bu üç tür yöntem içinde ihraççı kuruluş açısından en risklisi en iyi gayret anlaşmasıdır.

Tahviller, satışa sunulacağı ülkenin yasal düzenlemeleri ve ekonomik koşulları dikkate alınarak çıkarıldıkları için, faiz oranları, bankalara ödenecek komisyon miktarları, kur riski gibi etkenler iyice incelendikten sonra satışa sunulacak ülke konusunda karar verilir. Yabancı tahvillerin büyük bir kısmı, faiz oranlarının düşüklüğü ve hükümetlerin düzenlemeleri Japon yeni gibi para birimleri üzerinden yapılmakta ve bu ülkelerde satışa sunulmaktadır.

Bugün ülkemizde de belediyeler, hükümet kuruluşları ve özel şirketler de yabancı tahvil ihracı yoluyla yurtdışından (özellikle Tokyo, New York ve Frankfurt piyasalarından) kaynak sağlama yoluna gitmektedirler.

### **111100. Para Birimleri Açısından Yabancı Tahvil Piyasaları**

Günümüzde en önemli yabancı tahvil merkezleri Zürih, New York, Tokyo, Frankfurt, Londra ve Amsterdam'daki piyasalardır. Bu piyasalar, uluslararası finans çevrelerinde oldukça yaygın bir şekilde kullanılan isimlere sahiptir. Örneğin, Amerika'daki yabancı tahvil piyasası Yankee piyasası, Hollanda'daki Rembrandt piyasası, Japonya'daki Samuray piyasası, Londra'daki Bulldog piyasası olarak adlandırılmaktadır (MENGİTÜRK, 1995, s.256).

### **1111000. ABD Doları Yabancı Tahvil Piyasası**

Amerikan dolarlı (yankee) tahviller, Amerikan konsorsiyum şirketleri tarafından satışa sunulan tahvillerdir. Tahvilin vadesinde 30-40 yıl gibi oldukça uzun süreler

görülebilmektedir. Ancak piyasanın büyük kısmını 5-10 yıl arası tahviller oluşturmaktadır. Bu piyasada tahviller SEC<sup>7</sup> kaydına alındıktan sonra Amerikan halkına satışa sunulur.

Ayrıca, bu piyasaya tahvil ihraç etmek isteyen kuruluşlar Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznini almak ve koşullarını yerine getirmek zorundadırlar. Bu koşullara göre, borçlanmak isteyen kuruluşlar New York piyasası müşterilerine kendini tanıtmak, kuruluşunun mali ve idari yapısıyla ilgili detaylı bilgiler vermek, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından itibarı ve güvenilirliği yüksek bir şirkete başvurarak kredi derecesini öğrenmek ve yeterli kredi derecesine sahipse Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurmak zorundadır.

Prosedürlerin oldukça uzun zaman alması ve maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle, bu piyasaya yapılan tahvil ihraçları daha çok uluslararası kuruluşlar, hükümetler ve kurumsal ihraççılar tarafından yapılmaktadır.

### **1111001. Japon Yeni Yabancı Tahvil Piyasası**

Japon yenli (samuray) tahviller, yabancıların Japon piyasasında Japon yeni ile yaptıkları, vadeleri 5-15 yıl arasında değişen tahvillere denir. Günümüzde de hükümet organlarının oldukça titiz denetlemelerde bulunduğu bu piyasa, hükümet kısıtlamaları nedeniyle, uzun yıllar boyunca dış ekonomik ilişkilere kapalı kalmıştır.

Japonya hükümetinin ülkeye yabancı sermaye girişini ve çıkışını engelleyici yasalar koyması, bu piyasanın uzun yıllar kapalı kalmasına, böylece Japon ulusal finans piyasasının gelişmesini sağlamıştır. Uluslararası finansal piyasaların gelişmesiyle, 1970 yılında Japon Maliye Bakanlığı'nın belirli sınırlamalarla işlem yapılmasına izin vermesi ve Asya Kalkınma Bankası'nın Japon piyasasına samuray tahvil ihraç etmesi, bu piyasanın başlangıcı olarak kabul edilmektedir.

Japon tahvil piyasası'nda işlem gören tahvillerin büyük bir kısmı Tokyo borsası dahilindedir. Tahvil ihraçlarında, ihracı yürütecek konsorsiyumun lideri, Japon kuruluşu

---

<sup>7</sup> Securities and Exchange Commission - ABD Sermaye Piyasası Kurulu

olmak zorundadır. Tahvillerin ikincil piyasası, alım-satım işlemleri genellikle borsa dışında yapıldığından, pek gelişmemiştir. Günümüzde en çok tercih edilen yabancı tahvil piyasalarında biri olan samuray piyasası, Türk firmaları ve belediyeleri tarafından da sık sık kullanılmaktadır.

### **1111002. İngiliz Sterlini Yabancı Tahvil Piyasası**

Yabancı tahvil piyasasının kuruluşundan günümüze kadar, Londra yabancı tahvil (bulldog) piyasası, yabancı tahviller için önemli merkezlerden biri olmuştur. Bu piyasa, İngiliz sterlini para birimiyle düzenlenen ve Londra'da satışa sunulan yabancı tahvil piyasasını tanımlamaktadır (LEVICH, 2001, s.334).

Tahvil vadelerinin 5-30 yıl arasında değiştiği piyasada 40 yıl gibi uzun vadelere de rastlanabilmektedir. Bu piyasada tahvillerin piyasaya kotasyonu ve satılması Bank of England'ın iznine bağlıdır. Bulldog piyasası, İkinci Dünya Savaşı sonrası sterlinin diğer para birimleri karşısında gerilemesi ve ABD dolarının gelişmesiyle, eski önemini kaybetmesine rağmen 1970'li yıllarda İngiliz hükümetinin uygulamaya koyduğu kararlarla tekrar yükselişe geçmiştir.

### **1111003. Diğer Yabancı Tahvil Piyasaları**

Yabancı tahvil piyasaları içerisinde İsviçre piyasası önemli merkezlerden biridir. 1963 yılında kurulan yabancı tahvil piyasasının işlem hacmi konjonktürel dönemlerde çok yüksek boyutlara ulaşmış, hatta İsviçre ekonomisinin üzerine çıkmıştır.

Tahvil vadelerinin genellikle 20-30 yıl arası olduğu bu piyasada 40 yıllık vadelere de rastlanmaktadır. İsviçre Merkez Bankasının sıkı kontrolleri altında olan bu piyasada, tahvil ihracı genel plasman ve özel plasman olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır. Genel plasman yönteminin diğer piyasalardaki ihraçlardan pek farkı yoktur.

Özel plasman ise, İsviçre piyasasında ilk kez tahvil ihraç edecekler için kolaylıklar sağlanması ve yabancıların tahvil ihraçlarını artırmak için uygulamaya konmuştur. Tahvil ihraçları, genellikle Swiss Bank Corporation, Credit Suisse veya Union Bank of

Switzerland bankalarından herhangi birinin lider banka konumunda olduğu konsorsiyumlar tarafından yapılmaktadır (GRABBE, 1986, s.284).

Yatırımcılar, özellikle düşük faiz oranları ve kamu emisyonlarında ulaşılabilir uzun vadeler nedeniyle İsviçre Sermaye Piyasası'nı tercih etmektedirler.

Kanada'da faaliyet gösteren yabancı tahvil piyasası, uluslararası tahvil piyasaları arasında cazip bir piyasa olarak görünmemektedir. İşlem hacmi pek büyük olmayan ve istikrarsız bir seyir izleyen Kanada piyasası, ABD piyasasının baskısı altında kalmaktan ve ABD piyasasının küçük bir örneği olmaktan kurtulamamıştır.

İşleyişi ve ihraç işlemleri ABD borsasından aynen alınan bu piyasa, 1970'li yıllarda faaliyete başlamıştır ve müşterilerinin büyük bir çoğunluğunu Amerikalı yatırımcılar oluşturmaktadır. 1975 yılında Kanada hükümetinin yabancı sermayeyi çekmek için aldığı önlemler, bu piyasanın biraz daha gelişmesine yardımcı olmuştur. Tahvil ihraçlarında Kanada borsası iznine bakılmaksızın, Londra veya Lüksemburg borsaları kotasyonuna dikkat edilmektedir. Kanada doları yabancı tahvil piyasasında tahvil vadeleri, diğer piyasalardaki tahvil vadelerine göre oldukça kısadır.

Hollanda yabancı tahvil piyasası (Rembrandt Piyasası), 1970'li yıllarda kurulmuş ve yabancı yatırımcılar için oldukça cazip hale getirilerek, bu ülkeye yabancı sermaye çekmeyi başarmıştır. Mevzuatın oldukça kısa ve kısa sürede tamamlanabilir olması, ayrıca çifte vergilendirmeyi önleyen yasaların konulmuş olması, yatırımcılar için bu piyasanın tercih edilmesini sağlamıştır (MENGİTÜRK, 1995, s.256).

Bu piyasaya tahvil ihraç etmek isteyen yatırımcılar, Hollanda Merkez Bankası'nın iznini almak ve Amsterdam borsası kotasyonuna dahil olmak zorundadırlar. Hollanda Merkez Bankası'nın çok sıkı denetimi altında bulunan bu piyasada tahvil vadeleri, nadiren de olsa 30 yıla kadar uzayabilmektedir.

Almanya yabancı tahvil piyasası, hemen hemen birçok açıdan diğer piyasalarla, özellikle Avrupa piyasalarının birbirleriyle olan yakın ilişkilerinden dolayı Avrupa



piyasalarıyla benzerlikler göstermektedir. Diğer piyasalardan en önemli farkı ise, Alman bankalarının ihraçlarda ve denetlemelerde ağırlıkta olmasıdır.

Almanya'da yabancı tahvil ihraçları, gerekli kotasyon şartları yerine getirildiğinde, yalnızca Alman bankalarının oluşturduğu bir komisyon tarafından gerçekleştirilir. Bu piyasanın denetlenmesi, 1968 yılında çıkarılan bir kanunla, Alman Merkez Bankası ve Alman bankaları tarafından yapılmaktadır. Tahvil vadelerinin oldukça uzun şekilde oluşabildiği bu piyasadan hükümetler ve büyük şirketler sıklıkla yararlanmaktadır. İkincil piyasanın oldukça aktif olduğu bu piyasada bu tür işlemler, Frankfurt ve Dusseldorf borsalarında yapılmaktadır.

### **111101. Yabancı Tahvil Yatırımlarında Karar Kriterleri**

Yabancı tahvillere yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, bu tahvilleri alırken, doğal olarak, kendilerine risk ve getiri açısından en uygun yatırımı yapmak istemekte, bunun için yatırımı yapmadan önce, yatırım yapmak istedikleri yabancı tahvilleri çeşitli açılardan incelemektedirler. Yatırımcılar için tahvilin vadesi, tahvili çıkaran kuruluşun mali durumu, tahvilin para birimi gibi özellikler, en önemli kriterleri oluşturmaktadır.

**a. Tahvilin Para Birimi:** Yatırımcının, yabancı tahvil yatırımında dikkat etmesi gereken en önemli unsurlardan biri, yatırım yapılacak yabancı tahvilin para birimidir. Kur değişimlerinin faiz oranlarına ve yatırımın getirisine büyük oranda etki edebileceği unutulmamalıdır. Yatırım yapılmadan önce, tahvilin düzenlendiği para biriminin ve bağlı olduğu ülke ile ilgili gelişmelerin gelecekte tahvilin getirisini etkileyebileceği unutulmamalıdır.

Seçilen para biriminin gelecekteki olası kur değişimleri dikkatle irdelenmeli, yabancı paranın bağlı olduğu ana ülkenin ekonomik ve politik durumu incelenerek, gelecekte para biriminin değerine etki edebilecek herhangi bir durum varsa ortaya konulmalı, gerekli analizler yapıldıktan sonra bu yatırıma karar verilmelidir.

**b. Tahvilin Vadesi:** Yabancı tahvillerde vade uzunluklarının birbirinden çok farklı olması, yatırımcıların vade seçiminde çok titiz davranmasını gerektirmektedir. 5 yıldan 40

yıla kadar uzayabilen vadelerle her türden yatırımcı, kendine en uygun vade süresini tespit ederek yatırım seçeneğini belirleyebilmektedir.

Vade seçiminde borçlanan kuruluşun durumuna da dikkat edilerek gelecekte meydana gelecek bir dalgalanmadan nasıl etkileneceği tahmin edilmeye çalışılmalıdır. Tahvil yatırımcısının amacı, en az risk ile en fazla getiriye elde etmek olduğuna göre, bu amaca en uygun yatırımı en uygun vadeyle sağlayabilecek tahvil seçeneğini tespit etmeye çalışmak olmalıdır.

Ülkenin ekonomik yapısında, hükümet organlarının yapısında meydana gelecek değişiklikler ve ekonomik dalgalanmalar, borçlanıcı kuruluşa ve dolaylı olarak yatırım yapılan tahvilin faiz ve anapara geri ödemelerine etki edeceğinden, tahvilin vadesi belirlenirken, tahvili çıkaran kuruluşun merkezinin bulunduğu ve faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik durumu da titizlikle incelenmelidir.

**c. Tahvili Çıkaran Kuruluşun Ekonomik Yapısı:** Herhangi bir tahvile yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı için, tahvili çıkaran kuruluş şüphesiz büyük bir önem arz etmektedir. Tahvili çıkaran hükümet, belediye veya şirketin ekonomik yapısı üzerine çeşitli analizler yapıldıktan sonra, sonuçlar ortaya konularak yatırım yapılabilirliğine dair karar verilmeye çalışılır.

Eğer tahvili çıkaran kuruluş bir hükümet ise, ekonomik ve siyasi durumu büyük önem arz eder. Tahvili çıkaran özel bir şirket ise faaliyet gösterdiği alan ve şirketin yönetimi yatırıma karar vermekte etkili olmaktadır. Ayrıca, rating şirketleri tarafından ilgili kuruluşlara önceden verilmiş kredi notları da (rating şirketleri tarafından belirlenmiş bir kredi notu var ise), tahvili çıkaran kuruluşun tahvillerine yatırım yapılmadan önce göz önünde bulundurulmalıdır..

Tahvili çıkaran kuruluş hükümet kuruluşu ya da özel kuruluş olsa da, profesyonel yatırım uzmanlarının ve analiz şirketlerinin tavsiyeleri, piyasa hakkındaki güçlü bilgileri nedeniyle dikkate alınmalıdır.

### **1111. Global Tahviller**

Global tahviller (global bonds), diğer uluslararası tahvil türleri gibi uluslararası finans piyasalarında birden çok piyasada satışa sunulan tahvillerdir. Global tahvillerin kayıtlı olduğu bir borsanın var olması euro tahvillerden; birden çok piyasada satışa sunulması ise yabancı tahvillerden ayrılmasını sağlamaktadır (SEYİDOĞLU, 2003, s.709).

Global tahviller, büyük fon gereksinimi bulunan ve ulaşabileceği en geniş yatırımcı kitlesine ulaşmak isteyen kuruluşlar tarafından kullanılmaya başlanmış finansal araçlardır. İhraç miktarının diğer tahvil ihraçlarına göre oldukça büyük olması, yatırımcıya sunulduğu piyasanın oldukça büyük ve geniş olması ve ikincil piyasada talep edilme oranının fazla olması, global tahvillerin son yıllarda tercih edilmesini sağlayan etkenlerdir.

Global tahviller, ihraçları genellikle yüksek miktarlarla yapıldığından, daha çok büyük organizasyonlar, hükümetler, kamu kuruluşları ve çok uluslu şirketler tarafından kullanılmaktadır.

### **1112. Euro Tahviller**

Euro tahviller (eurobonds), tahvilin çıkarıldığı para biriminin dolaşımında bulunduğu ülke dışında, aynı anda birden çok piyasada, uluslararası bir konsorsiyum tarafından, uluslararası piyasalarda dolaşım kabiliyeti güçlü bir para birimi üzerinden satışa sunulan tahvillerdir. Çalışmanın esas konusunu teşkil eden euro tahviller, ikinci bölümde ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. EURO TAHVİL PİYASASI

Euro tahviller, uluslararası bir konsorsiyum tarafından, aracı yükümlülük anlaşmasıyla çıkarılan ve tahvilin çıkarıldığı para biriminin dolaşımında bulunduğu ülke dışında satışa sunulan, hamiline düzenlenmiş tahvillerdir<sup>8</sup>. Bu tahvillerde kullanılan para birimlerinin, tahvilin çıkarıldığı ülkede kullanılmaması ve hiçbir ülkenin mevzuatına tabi olmaması, euro tahvilleri diğer finansal araçlardan ve yabancı tahvillerden ayıran en önemli özellikleridir.

Euro tahvillerde, tahvili çıkaran ülke para birimi dışında, genellikle uluslararası dolaşım alanı geniş olan güçlü bir para birimleri (ABD doları, euro, sterlin, Japon yeni gibi) kullanılmaktadır. Euro tahvil ihraçları, uluslararası bir konsorsiyum tarafından, aynı anda birden çok piyasada yapılabilmektedir. İhraç konsorsiyumlarının uluslararası özelliği, bu konsorsiyumların birçok ülke finans kuruluşunun bir araya gelmesiyle oluşturulmasındandır. Konsorsiyumu oluşturulan kuruluşlardan her biri, ihraç edilecek tahvillerden payına düşen miktarı, kendi ulusal piyasasında satışa sunarak pazarlamaya çalışmaktadır.

Euro tahvil ihracıyla kaynak sağlayan kuruluşlar genellikle çok uluslu şirketler, hükümet kuruluşları ve büyük ölçekli şirketlerdir. Euro tahvil yoluyla kaynak sağlamak, özellikle gelişmekte olan ve yabancı sermaye girişinin oldukça az olduğu ülkeler açısından oldukça önemlidir.

Ekonomik yapıları uluslararası piyasalardan kaynak sağlamak için uygun olan kuruluşlar, sunduğu avantajlar nedeniyle euro tahvil piyasalarından kaynak sağlamayı daha çok tercih etmektedirler. Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından kendisine kredi

---

<sup>8</sup> Euro ön sıfatı, tahvilin para birimini değil, tahvilin satışa sunulduğu piyasayı tanımlamaktadır.

notu verilen özel şirketler ve kamu kuruluşları, bu piyasadaki kendileri için uygun vade ve koşulları belirleyerek oldukça uzun vadelerde kaynak sağlayabilmektedirler. Bu piyasadaki yatırımcı sayısının oldukça fazla olması ve yasal mevzuattan uzak olması da, son yıllarda özellikle yüksek miktarlarda kaynak ihtiyacı olan kuruluşların bu piyasaya yoğun bir ilgi göstermesine neden olmuştur.

## 20. Euro Tahvillerin Temel Özellikleri

Euro tahviller, uluslararası tahvil piyasasının en hızlı gelişim gösteren ve işlem hacmi sürekli artış gösteren finansal araçlarıdır. Euro tahvillerin sürekli gelişmelerindeki en önemli etkenler, bu tahvillerin ihraç prosedürlerindeki kolaylıklar ve hukuksal düzenlemelerden bağımsız olmalarıdır. Euro tahviller, yatırımcılarına sundukları avantajlar nedeniyle de her zaman talep gören finansal araçlar olmuş, bu piyasanın hem yatırımcılar, hem de kullanıcılar tarafından tercih edilen bir piyasa olmasını sağlamıştır.

Euro tahvillerin belli başlı özellikleri şunlardır:

a. Euro tahviller, ihraç edilme prosedürleri açısından bağımsızlardır ve herhangi bir ülkenin yasal mevzuatına bağlı değildirler. Euro tahviller bir veya birden fazla borsaya kote edilebilmelerine rağmen, bu borsalarda işlem görmek zorunda değildirler. İhraç konsorsiyumu tarafından birden çok ülkede aynı anda satışa sunulabilirler. Böylece borçlanıcılar, geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşma imkanı elde etmiş olurlar.

b. Euro tahviller genellikle hamiline (bearer form) yazılı biçimde düzenlenirler. Senedin üzerinde, çıkartan firma veya kuruluşun adı, unvanı, faiz oranı, nominal değeri, vade tarihi ve sendikasyonu oluşturan banka ve mali kuruluşlar gibi bilgiler yazılıdır (SEYİDOĞLU, 1997, s.265).

c. Euro tahviller orta ve uzun vadeli düzenlenmektedirler. Vadeleri genellikle 10-20 yıl arasında değişmekle birlikte 30-40 yıl gibi vadeler de görülmektedir. Faiz oranları ise tahvili çıkaran kuruluşun ekonomik durumuna ve önceden belirlenmiş değişken faiz oranına (LIBOR'a) göre hesaplanmaktadır.

d. Euro tahviller çıkarıldığı para birimi üzerinden düzenlenmek zorunda değildir. Bu tahviller vade boyunca para birimlerinin değiştirilmesine olanak sağlayacak şekilde veya birden çok para biriminin birleşimi üzerinden de düzenlenebilmektedirler.

Euro tahvilleri yabancı tahvillerden ayıran en önemli farkları ise şunlardır:

a. Yabancı tahvillerin ihracını ulusal bir konsorsiyum yürütmekte, euro tahvillerde ise bu işlem uluslararası bir konsorsiyum tarafından yürütülmektedir.

b. Yabancı tahvillerin kupon oranları, ihraç edildikleri ülkenin ulusal ihraçlarının kupon oranlarına yakinken (veya çok az üzerinde iken), euro tahvillerin kupon oranları aşağıya veya yukarıya doğru büyük farklılıklar gösterebilir (AKYÜZ, 1993, s.13).

c. Euro tahvillerin herhangi bir ülkenin mevzuatına tabi olmaması, tahvil gelirin vergiden muaf olmasını sağlamaktadır. Yabancı tahviller veya ulusal tahviller ise işlem gördüğü piyasada geçerli kanuna göre vergiye tabi tutulmaktadır.

## 21. Euro Tahvil Türleri

Euro tahvil piyasasında kullanılan tahviller, faiz oranları, yatırımcısına sağladığı haklar, düzenlendikleri para birimleri gibi farklı açılardan birbirinden ayrılmaktadırlar.

Bu tahviller; faizleri sabit bir şekilde düzenlenen “düz euro tahviller”, gelecekte tahvil sahiplerine ellerindeki tahvilleri şirketin hisse senetleriyle değiştirme olanağı veren “hisse senedine dönüştürülebilir euro tahviller”, şirketin hisse senetlerini belli bir fiyattan satın alma hakkı sağlayan “varant ekli tahviller”, faiz oranları önceden belirlenen aralıklara değiştirilebilen “değişken faizli tahviller”, yatırımcısına ödenecek faiz yanında menkul ve gayrimenkul kıymet gibi malları da satın alma hakkı veren “seçmeli tahviller”, “birden çok para birimi ile düzenlenen tahviller” gibi sınıflara ayrılmaktadırlar.

Euro tahvillerin birbirinden farklı şekillerde düzenlenebilmesi, borçlanıcıların kendi amaçlarına uygun türü seçmelerinde ve daha verimli bir şekilde kaynak sağlayabilmelerine imkan vermekte, böylece piyasanın etkinliğini arttırmaktadır.

## 210. Klasik Euro Tahviller

Klasik (düz) euro tahviller<sup>9</sup>, genellikle 1000 ABD doları üzerinden çıkartılan, hamiline düzenlenen, sabit faizli ve vadeleri 10-15 yıl arasında değişen euro tahvil çeşididir. Euro tahviller içinde en çok kullanılan tahvil türlerinden biridir.

Klasik euro tahvillerde vade genellikle orta vadeli olmasına rağmen bazı durumlarda yatırımcıya bu süreyi uzatma veya geri çekme olanağı tanınabilmektedir. Bu tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri, New York veya Avrupa'daki büyük finansal merkezlerdeki acenteler (paying agent) tarafından yapılmaktadır. Genellikle yılda bir kez yapılan faiz ödemeleri vergiden muafırlar, faiz ödemelerinin bazı durumlarda yılda iki defa yapıldığı da görülmektedir.

Bu tahvillerde faizler sabit olduğundan, vadeleri ve iskonto oranları arasında ters bir orantı mevcuttur. Faiz oranları, tahvilde kullanılan paranın ana ülkesindeki faiz oranına belli bir oranda marj eklenmesiyle belirlenmektedir.

ABD doları üzerinden ihraç edilen tahviller, genellikle New York ve Londra borsalarına kaydedilirken, Japon yeni, euro ve sterlin üzerinden düzenlenen tahviller Lüksemburg, Londra borsalarına kaydedilmektedir.

## 211. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Euro Tahviller

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller<sup>10</sup>, yatırımcının elindeki tahvilleri, tahvili çıkaran kuruluşun hisse senetleriyle değiştirebilme olanağı veren tahvillerdir. Bu tahvillerde, tahvili çıkaran kuruluşun temel amacı, tahvillerin hisse senedine dönüşmesiyle firmanın borç kaynağıyla değil, öz kaynaklarla finanse edilmesini sağlamaktır.

Vade yapıları düz euro tahvillere göre daha uzun olan dönüştürülebilir tahvillerde, faizler değişmez oranlıdır ve belli bir süre sonunda hisse senediyle değiştirilebileceğinden faizleri klasik euro tahvil faiz oranlarının altındadır. Hisse senedine dönüştürülebilme

---

<sup>9</sup> Straight Eurobond

<sup>10</sup> Convertible Eurobond

süresi, tahvilin çıkarıldığı tarihten altı ay sonra başlamaktadır. Bu tür tahviller kupon ve faiz ödemeleri bakımından düz euro tahvillerle aynı özelliklere sahiptir (SEYİDOĞLU, 2003, s.705).

Değiştirilebilir tahvillerle ilgili önemli bir konu da, konvertibilite (değişim) fiyatıdır. Hisse senediyle değiştirilebilen tahviller satışa sunulurken, değişim işlemlerinde kullanılacak değiştirilme fiyat ve oranı hesaplanmakta, bu oran ihraç zamanında fiyatın üstüne eklenmektedir. Bu nedenle tahvillerin hisse senedine dönüştürülebilmesi için belli bir süreye ve getiriye gereksinim duyulmaktadır. Ayrıca, dönüştürme işleminde para birimi uyumu aranmamaktadır. ABD doları üzerinden düzenlenmiş bir euro tahvil, euro para birimi üzerinden düzenlenmiş hisse senetlerine dönüştürülebilmektedir.

Yatırımcılar açısından bu tahviller, daha az riskli ve düz euro tahvillere göre daha kazançlıdır, ancak düz euro tahvillere göre daha düşük bir faiz oranı içermektedir. Ayrıca yatırım yapılan şirketin hisse senetlerinin değer kaybetmesi durumunda tahviller hisse senedine dönüştürülmeyle, hisse senetlerinin değer kaybı riskine karşı bir korunma sağlanmış olur. Borçlanan kuruluş ise, bu tür euro tahvil ihraçlarıyla düz euro tahvillere göre daha düşük bir faiz oranından, daha uzun süreli tahvil ihracı gerçekleştirir.

Günümüzde kullanımı azalan değiştirilebilir tahviller, 1960'lı yıllarda, genellikle ABD ve Japon firmaları tarafından kullanılmış, bu tahvil çeşidinin kullanım alanı diğer tahvil türleri kadar geniş olmamıştır.

## **212. Varanlı Euro Tahviller**

Yatırımcısına, satın aldığı tahvillerden vazgeçmesi halinde, şirketin hisse senetlerini (veya başka bir menkul kıymeti) önceden belirlenmiş sabit bir fiyattan satın alma hakkı sağlayan tahvillerdir.

Varanlı euro tahvillerde hisse senedi satın almayı sağlayan ve zorunlu olmayan bir seçeneğin sunulması, bu hakkın tahvil yatırımcıları tarafından istendiğinde kullanılması veya hiç kullanılmaması, yatırımcılar tarafından tercih edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca, hisse senetlerinin değerinde meydana gelebilecek artışlarda, tahvil sahipleri hisse



senetlerine yatırım yapmakta, böylece tahvili çıkaran kuruluş borç kaynaklarını öz kaynağa dönüştürme fırsatı elde etmektedir. Tahvil faizlerinin diğer tahvil türlerine göre düşük olması da, tahvili çıkaran kuruluşun varantlı tahvilleri tercih etmesinin nedenlerindedir.

Varantlı tahvillerde, tahvil kısımları klasik tahvillerle hemen hemen aynı özellikleri taşımasına rağmen, kupon faiz oranları, bu tahvillerin varantlı olmaları nedeniyle, daha düşük olarak belirlenmektedir. Varantlı tahvillerde tahvillerin kupon faiz oranları, ihraç fiyatları gibi bilgilerin yanında varant hakkı kullanılırsa bundan nasıl yararlanılacağı, varant hakkının kullanılabileceği tarih, hisse senetlerinin hangi fiyattan satın alınacağı, elde edilebilecek hisse senedi gibi bilgiler de yer almak zorundadır

Varantlı tahvillerin varant kısmı, tahvilden ayrılarak da işlem görebilmektedir. Bu nedenle varantlı tahviller için üç farklı fiyat söz konusu olmaktadır; varant ekli tahvil fiyatı, varant ayrılmış tahvil fiyatı, yalnızca varant fiyatı (AKGÜÇ, 1998, s.651). Varantın, tahvilden ayrılarak işlem görebilme özelliği, hisse senetlerinin değeri yükselen kuruluşların varant ekleri için ayrı bir piyasa oluşmasını sağlamıştır.

Varantlı euro tahviller, hisse senedine dönüşümde, hisse senedi sayısının önceden belirlenmiş olması ve varant hakkı nedeniyle, tahvil ihracı sırasında varant kısmının firmaya nakit girişi sağlamasıyla hisse senedine dönüştürülebilen euro tahvillerden ayrılmaktadır.

### **213. Değişken Faizli Euro Tahviller**

Değişken faizli euro tahviller<sup>11</sup>, tahvil faiz oranlarının para piyasalarındaki faiz oranlarına (özellikle LIBOR'a) göre belirlendiği ve belirlenen aralıklarla piyasa oranları göz önüne alınarak faiz oranlarının değiştirilebilmesine olanak sağlayan, uzun vadeli tahvillerdir.

Başlangıçta 5 ile 7 yıl arasında değişen tahvil vadeleri, günümüzde genellikle 10-20 yıl arasında düzenlenmesine rağmen, vadesiz tahviller de görülmektedir. Belli bir vadesi olmayan tahvillerin anaparaları hiçbir zaman geri ödenmez, bu yönüyle vadesiz tahviller hisse senetlerine benzetilmektedir (SEYİDOĞLU, 2003, s.705).

---

<sup>11</sup> Floating Rate Note - FRN

Bu tür tahviller, faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı yatırımcıları korumak ve küçük yatırımcıları da piyasaya dahil etmek için kullanılmaktadır. Faiz oranlarının yüksek ve dalgalı olduğu dönemlerde değişken faizli tahviller hem yatırımcı hem de ihraççı açısından avantajlı olmaktadır.

Gelecekte faiz oranlarında düşüş bekleyen kuruluşlar, borçlanmak istediklerinde değişken faizli tahvil çıkararak, piyasa oranından daha yüksek faiz oranı kullanmamış olurlar. Faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde ise, borçlanan kuruluşlar, yüksek faizler nedeniyle başlangıç oranından daha yüksek faiz oranlarıyla karşı karşıya kalarak zarar görürler.

Borçlanan kuruluşlar açısından avantajlı olan bu tahvillerin, yatırımcılar için alternatiflerine göre faiz oranlarındaki değişiklikler nedeniyle dezavantajlı olması, yatırımcıları cezp etmek için bazı önlemler alınmasını gerekli kılmıştır. Bu nedenle yatırımcılara tahviller çıkarıldıktan bir süre sonra, istediklerinde tahvillerin nominal değerleri üzerinden nakde çevirebilme imkanı verilmesi, faiz oranlarında aşırı bir düşüş olması durumunda tahviller için belli bir alt faiz sınırının belirlenmesi, tahvil faizlerinin devlet tahvili veya hazine bonoları faiz oranının belli bir oranda üstünde tutulması gibi bazı koşullar belirlenmiştir (AKGÜÇ, 1998, s.672).

Uluslararası tahvil piyasalarında işlem gören birbirinden farklı değişken faizli tahvil türleri mevcuttur. Bunları; piyasanın en yüksek faiz oranını taşıyan “maksimum faizli değişken faizli tahviller”, sahibine belli bir tarihte tahvilin nominal değeri üzerinden paraya çevirebilme opsiyonu veren “satım opsiyonlu değişken faizli tahviller”, belli bir vadesi olmayan ve anaparası hiçbir zaman ödenmeyen “sürekli tahviller” ve faiz oranları ayda bir veya üç ayda bir değiştirilen “faizi sık değiştirilebilen tahviller” olarak sınıflandırabilmek mümkündür.

Değişken faizli tahviller, başlangıçta küçük yatırımcıları piyasaya dahil edebilmek ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korumak amacıyla kullanılmasına rağmen, günümüzde büyük bir kısmı bankalar tarafından satın alınmaktadır. Bu tür tahviller, özellikle euro tahvil piyasasının gelişim döneminde piyasanın büyük kısmını oluşturmuştur.

## 214. Opsiyonlu Euro Tahviller

Opsiyonlu (seçim haklı) euro tahviller<sup>12</sup>, sahiplerine faiz gelirleri yanında tahvili çıkaran kuruluşun ekonomik mallarını ve menkul kıymetlerini veya önceden belirlenmiş herhangi bir varlığı satın alma hakkı sağlayan euro tahvillerdir.

Opsiyonlu euro tahvillerde faizler, hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin faiz oranlarının üzerinde, klasik euro tahvil faizlerinin altında oluşmaktadır. Vadeleri genellikle 5-10 yıl arasında değişen bu tahvillerde opsiyon hakkı önceden belirlenen bir süre yoksa vade sonunda uygulanır.

Tahvil yatırımlarını özendirme amacıyla, büyük şirketler tarafından uygulamaya konan bu tür euro tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir euro tahvillerin gölgesinde kalmış ve önemli bir kullanım alanı bulamamıştır.

## 215. Birden Fazla Para Birimini İçeren Euro Tahviller

Birden fazla para birimi içeren euro tahviller<sup>13</sup>, vadenin bitimine kadar para biriminin değiştirilebilmesine olanak sağlayacak şekilde düzenlenen veya tahvilde kullanılan para biriminin birkaç para biriminin birleşiminden oluşturulması (sepet) ile elde edilen para birimi üzerinden düzenlenen euro tahvillerdir.

Bu tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri önceden belirlenmiş para birimlerinden biri üzerinden yapılmaktadır. Para birimlerinin birbirine dönüşüm oranları tahvilin ihraç tarihinde belirlenmekte ve daha sonra değiştirilememektedir. Tahvil sahibi faiz ve anapara ödemelerinde, tahvilde kullanılan para birimlerinden istediği birinin kullanılmasını isteme hakkına sahiptir (AKGÜÇ, 1998, s.681). Yatırımcılar, para birimleri arasındaki değişim oranının sabit olmasıyla, devalüasyon riskinden korunmaktadırlar, ancak birleşimde kullanılan para birimlerinin tümünün değerinde düşüş yaşanması halinde zarar etme riskine girmektedirler.

---

<sup>12</sup> Option Eurobond

<sup>13</sup> Multiple Currency Bond

Bu tür tahvillere örnek olarak, geçmiş dönemlerde sıklıkla kullanılan ECU (Avrupa para birimi) üzerinden düzenlenen tahviller, Avrupa Birleşik Hesap Birimi (EURCO), Özel Çekme Hakları (SDR), Arap Para Birimi (ARCRO) gösterilebilir. Bankalar, potansiyel yatırımcıları finans piyasalarına çekebilmek için bu tür suni para birimleri yaratma yoluna sık sık başvurumaktadırlar.

Birden fazla para birimli tahviller içinde çift para birimli tahviller de önemli bir yer tutmaktadır. Çift para birimli tahvillerde tahvilin ihraç işlemi başında fiyatının ve kupon bedelinin başka bir para birimi üzerinden düzenlenmesi, vadesinin bitiminde ödemelerin önceden belirlenmiş bir değişim oranı üzerinden başka bir para birimiyle yapılması söz konusu olmaktadır.

#### **216. Diğer Euro Tahvil Türleri**

Paralel tahviller, tahvil ihracının büyük boyutlara ulaştığı durumlarda büyük ihraççı kuruluşlar tarafından, birden çok piyasada aynı anda satışa sunulan tahvillerdir. Tahvil ihracını kendi ülkesinde gerçekleştiren aracı kurumlar ulusal para birimleri üzerinden tahvili çıkaran kuruluşa fon sağlamaktadırlar.

Paralel tahviller, vadeleri, itfaları gibi hemen hemen tüm açılardan diğer tahvil türlerine benzemektedir. Paralel tahviller, hem yabancı tahvillere hem de euro tahvillere benzer özellikler taşımaktadır. Paralel tahvillerin aynı anda birden çok piyasada satışa sunulabilmeleri euro tahvillere özgü kısmını, satışa sunuldukları ülkede o ülkenin para birimiyle işlem görme özellikleri yabancı tahvillere özgü kısmını oluşturmaktadır.

Kuponsuz tahviller (zero coupon bonds), faizlerin belirli dönemlere göre ödenmediği, ancak vade bitiminde çıkarım anındaki tutarla birlikte yatırımcılara ödendiği borç senetleridir (FETTAHOĞLU, 1991, s.47). Bu tahvillerin kuponsuz olarak düzenlenmeleri başa baş fiyatın daha altında satışa sunulabilmelerini sağlamaktadır. Faiz oranlarında düşüş beklentisi içinde olan piyasalarda kuponsuz tahvillere yatırım yapmak avantajlı bir seçenek haline gelmektedir.

Kuponsuz tahvillerin satış fiyatı, tahvilin vadesi, borçlunun kredi derecesi ve sermaye piyasalarındaki faiz oranlarına göre belirlenmekte ve itfa edilecek tutarın %90 altına kadar düşebilmektedir. Böylece tahvil sahibi itfa tutarı ile edinme maliyeti arasındaki fark kadar itfa karı elde etmektedir. Yatırımcı tahvilin vadesinde itfa edilmesiyle getirisini elde etmektedir. Ancak bu tahviller, borsalarda sürekli işlem gördüğü için, yatırımcılar kuponsuz tahvilleri dilediğinde satarak vade süresinden önce gelir elde edebilmektedir.

Bu euro tahvil türlerine ek olarak, tahvilin vadesi dolduğunda değerinin, önceden belirlenmiş bir endekse (örneğin önceden belirlenmiş uluslararası temsil yeteneği güçlü bir piyasanın hisse senedi endeksine) göre değerlendirildiği tahvil türlerine de, endekse bağlı euro tahviller adı verilmektedir.

Tahvilin fiyatının tamamının ihraç anında ödenmediği, önceden belirlenmiş bir bölümünün bedelinin ödendiği, kalan kısmın bedelinin ise belirlenen aralıklarda taksitlendirilerek ödendiği tahvillere, bedeli taksitle ödenen euro tahviller denmektedir.

Vadesi 10 yıldan fazla olmasına rağmen ilk kupon tarihi kısa bir süre için belirlenmiş tahvillere, geri çekilebilir tahviller veya süresi uzatılabilir euro tahviller denir. Bu tahvillerde ihraççı kurum birinci dönem sonunda piyasa durumuna göre faizleri yeniden belirler, dönem sonlarında, ihraççının tahvili geri satın alma (call option), yatırımcının ise, yeni faiz oranlarından memnun kalmadığı takdirde, tahvilleri nominal değeri üzerinden satma hakkı (put option) vardır.

## **22. Euro Tahvil Kullanıcıları**

Euro tahvil kullanıcıları, euro tahvil ihraç ederek kaynak sağlamak isteyen kuruluşlar ve sermaye piyasalarında euro tahvillere yatırım yaparak getiri sağlamayı hedefleyenler olarak iki kısımda incelenmelidir.

### **220. Euro Tahvil İhracıyla Kaynak Sağlayanlar**

Euro tahviller yoluyla kaynak sağlama yoluna gidenler genellikle; hükümetler, büyük şirketler, bankalar ve uluslararası organizasyon kuruluşlarıdır.

## 2200. Devletler

Devletler, özellikle ülke kaynaklarının yetersiz olduğu zamanlarda euro tahvil ihraç ederek uzun vadeli kaynak sağlama yoluna gitmektedirler. Gelişmekte olan ve uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda kaynak sağlayabilen ülkeler için euro tahviller, en avantajlı borçlanma araçlarıdır.

Uluslararası tahvil piyasalarından euro tahvil ihracıyla kaynak sağlayan kuruluşların büyük bir kısmını ülke hükümetleri oluşturmaktadır. Ülkemiz de, 1987 tarihinden bu yana düzenli olarak euro tahvil ihracıyla kaynak sağlama yoluna gitmektedir. Özellikle rating kuruluşları tarafından olumlu notlar verildiği dönemlerde bu piyasalardan kaynak sağlama yoluna sık sık gidilmiş, 2004 yılında da 30 yıl vadeli euro tahvilleri, piyasa oranlarına göre (Türkiye ekonomisiyle benzerlik gösteren diğer ülkelerin euro tahvillerine uygulanan faiz oranlarına göre) oldukça düşük faiz oranından ihraç edilmiştir.

Kamu kuruluşlarının büyük miktarda kaynağa ihtiyaç duyduğu yatırımlarda da (barajlar, şehirlerarası yollar gibi) euro tahviller kaynak sağlama açısından uygun enstrümanlardır. Bu kuruluşların (KİT'lerin), uzun vadeli kaynak bulmalarını gerektiren yatırımlarının veya projelerinin finansmanında, borçlanmak isteyen kuruluşlar için devlet garantisi ve izni sağlandığında euro tahvil ihracı gerçekleştirilebilmektedir.

Yerel yönetim kuruluşları da, ekonominin belirli bir düzeye ulaştığı ülkelerde, uzun vadeli kaynak gerektiren altyapı hizmetleri, yol yapımı gibi yatırımların finansmanını euro tahvil ihracı gerçekleştirerek sağlama yoluna gitmektedirler. Ancak bu tür kuruluşların uluslararası piyasalarda yaptıkları tüm borçlanmalarda devlet garantisi aranmakta ve ülkedeki yetkili hükümet kuruluşlarının yazılı izni istenmektedir.

## 2201. Şirketler

Euro tahvil piyasalarının önemli müşterilerinden biri de büyük şirketlerdir. Uluslararası tahvil piyasalarından kaynak sağlamak isteyen şirketler için euro tahvillerin sağladığı avantajlar, borçlanıcıların bu enstrümanları, diğer finansal araçlara oranla, daha fazla tercih etmesini sağlamıştır.

Özellikle kredi notu yüksek olan şirketler, euro tahvil piyasalarından, daha düşük faizlerle daha uzun vadeli kredilere ulaşma olanağı yakalarlar. Euro tahvil yoluyla borçlanmak isteyen kuruluşlar için, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından alınmış bir kredi notuna gereksinim duyulmaktadır. Bu kuruluşlardan alınmış yüksek bir kredi notu ile uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda kaynak temin edilmesi mümkün olmakta, şirketler bu şekilde, kendi ulusal piyasalarında ihraç edeceği ulusal tahvillere oranla daha fazla yatırımcıya ulaşabilme ve daha uzun vadeli krediler elde edebilme olanağına sahip olmaktadır. Ayrıca, euro tahvil ihraç eden şirketler kendi ulusal piyasalarından elde edebileceği finansman miktarından daha fazla miktarda kaynak sağlayabilme imkanı da bulmaktadır.

Şirketler, euro tahvil piyasalarını diğer piyasalardan daha esnek olmaları, hızlı olmaları, daha fazla yatırımcıya ulaşılabilmesi, faiz oranlarının diğer piyasalara oranla daha düşük olması (özellikle yüksek bir kredi notuna sahip kuruluşlar için) ve yabancı tahvil ve ulusal tahvil piyasalarına oranla daha serbest kuralların olması nedeniyle tercih etmektedirler.

Günümüzde, özellikle çok uluslu şirketler ve finansal yapısı güçlü şirketler, yabancı tahviller veya ulusal tahviller yerine, sundukları avantajlar nedeniyle euro tahvil ihraç etmek yoluyla borçlanmayı tercih etmektedirler.

## **2202. Diğer Kuruluşlar**

Euro tahvil piyasalarından, hükümetlerin yanında Dünya Bankası, Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası, Avrupa Birliği kuruluşları gibi hükümetler üstü kuruluşlar da yararlanmaktadır.

Dünya Bankası bünyesinde faaliyet gösteren Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası<sup>14</sup> euro tahvil piyasalarından en fazla borç kullanan kuruluşlardan birisidir. Euro tahvil piyasalarından elde ettiği fonları, üye ülkelerin yatırımlarında kullanılmak üzere bu ülkelerin hizmetlerine sunarak ekonomik ve sosyal açıdan gelişmelerine yardımcı olmakta

---

<sup>14</sup>International Bank for Reconstruction and Development - IBRD

ve bu ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan etkin bir şekilde kaynak elde etmelerini sağlamaktadır. Bu kuruluşlardan birçoğu, özellikle 1980 krizi sonrasında euro tahvil piyasalarından kaynak sağlama yoluna giderek, borç krizi içinde olan ülkelerin ekonomik açıdan iyileşmelerine yardımcı olmuştur. Tablo 1'de kriz döneminde euro tahvil piyasalarını en fazla kullanan kuruluşlar görülebilmektedir.

Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası, uluslararası piyasalardan uygun koşullarda kaynak sağlama imkanı bulamayan ülkelere, kendi sağladığı kaynaklarla borç vermekte, bu ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.

Euro tahvil piyasasının diğer önemli kullanıcıları da Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası<sup>15</sup> ve Inter-Amerikan Kalkınma Bankası<sup>16</sup>'dır. Bu iki kuruluş da, IBRD gibi finansal piyasalardan düşük maliyetle sağladığı kaynakları, bu piyasalardan uygun şekillerde kaynak sağlayamayan Avrupa ve Amerikan ülkelerine, uygun koşullarda temin ederek yatırım ve kalkınma harcamalarının finansmanı sağlamaktadırlar.

**Tablo : 1**

**1980-1985 Yılları Arası Euro Tahvil İhracıyla En Fazla Kaynak Sağlayan Kuruluşlar**

Borçlanıcı Kuruluş	Borçlanma Yılı ve Miktarı (Milyar \$)					
	1980	1981	1982	1983	1984	1985
İsviçre Krallığı	0,8	0,4	0,7	2,2	3,0	1,7
Citicrop	0,7	0,8	0,3	0,3	1,3	2,5
Dünya Bankası	0,5	1,1	2,0	1,0	0,9	1,8
Danimarka Krallığı	--	--	0,3	0,6	2,2	1,0
İngiltere Hükümeti	--	--	--	--	--	2,5
GMAC	0,3	0,5	0,8	0,3	0,4	1,3
Belçika Krallığı	--	--	--	0,4	1,2	1,5
AET	0,2	--	--	2,4	--	2,2
EBRD	0,4	0,5	0,3	0,7	0,6	0,9
<b>Toplam</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>7,9</b>	<b>9,6</b>	<b>15,4</b>

Kaynak: BOWE, 1988, s.107

<sup>15</sup> European Bank for Reconstruction and Development - EBRD

<sup>16</sup> Inter-American Development Bank - IADB



## **221. Euro Tahvil Yatırımcıları**

Euro tahvil piyasası yatırımcıları, piyasanın sunduğu avantajlar ve serbestlikleri nedeniyle sayı bakımından oldukça fazladır. Euro tahvillere yatırım yaparak getiri sağlamak isteyen yatırımcıları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak iki kısma ayırmak mümkündür.

### **2210. Bireysel Yatırımcılar**

Bireysel yatırımcılar, ulusal piyasalarda veya uluslararası piyasalarda yapabilecekleri yatırımlardan daha fazla getiri elde etmek, portföy kapsamalarını genişletmek ve vergi avantajından yararlanabilmek amacıyla euro tahvillere yatırım yaparlar.

Ulusal piyasanın pek gelişmediği, ülke ekonomisinin oldukça riskli olduğu ve mevcut yatırım alternatiflerinin kısıtlı olduğu durumlarda, ülke içindeki yatırımcılar uluslararası piyasalara yönelmektedirler. Uluslararası piyasalardan tahvil satın alarak sermayelerini hem yurtdışında daha güvenli bir yatırım aracı olan euro tahvillere yatırmakta hem de geri dönüşümünü garanti altına almış olmaktadır.

Bireysel yatırımcılar, uluslararası piyasa yatırımlarının uzmanlaşma gerektirmesi ve prosedürlerinin oldukça karışık olması nedeniyle, yatırımlarını genellikle finansal aracı kuruluşlar sayesinde yapmaktadırlar. Ancak, günümüz teknolojisinin ve iletişim ağının önemli oranda gelişmesiyle birlikte, euro tahvil piyasasında işlem yapan bireysel yatırımcı sayısının, geçmiş dönemlere oranla arttığı görülmektedir.

### **2211. Kurumsal Yatırımcılar**

Euro tahvil piyasasına yatırım yapan kurumlar genellikle bankalar, sigorta şirketleri, çok uluslu şirketler, yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılardır.

Kurumsal yatırımcıların amacı, ortakların gelecekte mağdur olmasını engellemek ve onlara karşı yükümlülüklerini yerine getirmek olduğundan, büyük ölçüde riskli yatırımlardan kaçınırlar. Euro tahvillerin oldukça uzun vadelere ulaşabilmesi, kurumsal

yatırımcıların uzun vadeli amaçlarına uygun vadeyi tespit ederek yatırım yapabilmelerini sağladığından, bu tür tahvillere yöneldikleri görülmektedir.

Bankalar ve çok uluslu şirketler de, fon fazlalıklarını değerlendirmek ve getiri sağlamak amacıyla euro tahvil satın alırlar. Bu şekilde uluslararası finans piyasasında yer almış olurlar ve fon gereksinimi duyduklarında bu piyasalardan kaynak sağlama yoluna gidebilirler.

### **23. Yatırımcıların Euro Tahvilleri Tercih Nedenleri**

Yatırımcıların euro tahvilleri tercih etmesinin pek çok nedeni vardır. Bu nedenlerin başında vergi avantajı ve seçilebilecek euro tahvil alternatiflerinin çeşitliliği gelmektedir (WALMSLEY, 1991, s.162).

Euro tahvillerin vergiden muaf olması, yatırımcıların euro tahvillere yatırım yapmalarının en önemli nedenlerinden biridir. Faiz gelirinin herhangi bir vergiye tabi olmaması yatırımcılara oldukça cazip gelmektedir. Özellikle ulusal piyasadaki yüksek vergi oranlarından kaçınmak isteyen yatırımcılar, euro tahvillere yatırım yaparak vergi avantajından yararlanmaktadırlar (KERR, 1984, s.19).

Yatırım yapılabilecek euro tahvil alternatiflerinin oldukça fazla olması da, euro tahvillere yatırım yapılmasının önemli nedenlerinden biridir.

Gerek bireysel, gerek kurumsal yatırımcılar için, vade, tahvilin para birimi, çıkaran kuruluş ve ülkesi gibi kriterler içinde yatırımcının amaçlarına en uygun olanı veya yatırımcıya en fazla getiriye, en uygun riskle elde edebileceği tahvil seçeneğini tespit edebilmek, euro tahvil piyasalarında mümkün olmaktadır.

Euro tahvil piyasalarında tahvil ihracı gerçekleştiren büyük kuruluşların tahvilleri, farklı ülkelerde olmaları (Japonya, Amerika gibi) ve para birimlerinin farklı olmaları nedeniyle yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine olanak sağlamaktadır. Böylece yatırımcı hem büyük şirketlerin tahvillerine (genellikle çok uluslu şirketlerin), hem farklı ülke şirketlerine, hem de farklı para birimlerine yatırım yapmış olmaktadır.

Euro tahvillerin ikincil piyasası ve istenildiğinde nakde dönüştürülebilmesi de yatırımcılar açısından önemli bir konudur (WALMSLEY, 1991, s.163). Tahvili çıkaran kuruluş, vade ve faiz oranları, tahvilin para birimi, tahvilin ihraç miktarı gibi özellikler, tahvilin ikincil piyasada satışında oldukça önemli faktörlerdir. İkincil piyasada bu nedenlerle kolaylıkla satılamayan tahvillerin likiditesinin düşük olduğu kabul edilir.

Euro tahvillerin hamiline yazılı olması da, hem ikincil piyasada kolayca alınıp satılmasını sağlamakta, hem de bu tahvillerin ikincil piyasasının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Euro tahvillerin, ulusal piyasadaki yatırım araçlarından daha fazla getiri sağlama özelliği, yatırımcıları yurtiçi piyasalarda ulusal tahvillere yatırım yapmak yerine, uluslararası pazarlarda euro tahvillere yatırım yapmaya yöneltmektedir. Yurtiçi yatırımlarının getiri açısından euro tahvillerden verimsiz olması ve euro tahvillerin vergi avantajı sağlaması, daha fazla gelir elde etmek amacıyla tahvil yatırımı yapan yatırımcıların, euro tahvilleri tercih etmesine neden olmaktadır.

Sonuç olarak; yatırım yapılabilecek euro tahvil seçeneklerinin ulusal piyasada yapılabilecek yatırımlara oranla oldukça fazla olması, faiz gelirlerinde vergi muafiyeti sağlaması, çok geniş yatırım alternatifleriyle portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlaması gibi faktörler açısından ulusal tahvillerden ve yabancı tahvillerden daha avantajlı olması ve yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılara oldukça uygun alternatifler sunması nedeniyle, euro tahviller hem kurumsal yatırımcılar hem de bireysel yatırımcılar tarafından, daha fazla tercih edilmektedir.

## **24. Euro Tahvil Piyasasının Gelişimi**

### **240. İkinci Dünya Savaşı Sonrası**

Avrupa finans piyasaları, savaş sonrasında oldukça düzensiz ve karışıktilar. Bu piyasalarda satışa sunulan tahviller, İngiltere, Belçika, Hollanda, İsviçre, Almanya gibi ülkelerden, sınırlı sayıda alıcı bulabilmekteydi. Bu dönemde, piyasanın en önemli borçlanıcısı Dünya Bankası olmuş ve Avrupa piyasasında satışa sunduğu tahviller,

piyasanın yeniden canlanmasında ve yatırımcının güveninin sağlanmasında büyük rol oynamıştır (FISHER, 1988, s.6).

Savaş sonrası birçok ülkede uygulanmaya başlayan, uluslararası fon akımlarını engelleyici kurallar nedeniyle, yurtdışı piyasalarında yatırım yapmak oldukça zorlaşmıştır. Bazı ülkelerde yurtdışı yatırımlarında uygulanan “yatırım primi” oranları yükseltilerek yatırımcıların yurtiçi piyasalara yatırım yapması sağlanmaya çalışılmıştır. Bu dönemde, bazı İskoç kuruluşları dışında uluslararası alanda faaliyet gösteren kuruluş hemen hemen hiç görülmemektedir.

Savaş sonrası, ABD dolarının İngiliz sterlininin yerine geçmesi, Londra'nın uluslararası tahvil merkezlerinin merkezi olma özelliğinin New York'a geçmesine neden olmuştur. Bu dönemde, New York piyasasında satışa sunulan yabancı tahviller (genellikle Avrupa firmalarına ait) yerel tahviller gibi işlem görmüş ve genellikle Avrupalı yatırımcılar tarafından satın alınmıştır.

Avrupa bankaları bu işlemleri nedeniyle Amerika'daki tahvil ihraç tekniklerini öğrenerek kendi piyasalarını uygulamaya koymuş, kendini euro sermaye piyasalarına uyarlamışlardır (FISHER, 1988, s.6).

İkinci Dünya Savaşı sonrası Avrupa yatırımcılarının Avrupa dışında yaptıkları yatırımlar, finans piyasalarının globalleşmesinin başlangıcı olarak kabul edilebilir. Finans piyasalarının globalleşmesine, 1955 sonrası eurodolar (euro döviz) piyasasının ortaya çıkması da önemli ölçüde katkıda bulunmuş, globalleşme süreci euro tahvil piyasasıyla devam etmiştir.

#### **241. Eurodolar Dönemi**

İkinci Dünya Savaşı sonrası ABD dolarının aşırı değerlenmesi ve Avrupa finansal piyasalarının tam anlamıyla oturmamış olması Avrupalı yatırımcıların dolar talebini arttırmış, Avrupa ülkeleri, ulusal paralarının değerini, Amerikan dolarını altın gibi ellerinde tutarak korumaya çalışmışlardır. Avrupa ülkelerinin ve yatırımcılarının bu tutumu sonucu eurodolar dönemi ortaya çıkmıştır (FISHER, 1988, s.6).

İngiltere’de yaşanan sterlin krizi ve bankaların Rusya piyasalarından eurodolar talep etmesi, Amerikan hükümetinin bankalara getirdiği yurtdışı kredi kısıtlamaları, faiz oranlarını sınırlayan “Q Düzenlemesi” eurodolar piyasasının büyümesini ve genişlemesini sağlayan etkenler olmuştur. Amerikan şirketlerinin yurtdışına yaptıkları ithalat kısıtlamalarından kurtulmak için yatırımlarını Avrupa ülkelerinde yapmaları Amerikan hükümetinde sıkıntıya yol açmıştır.

1963 yılında Kennedy hükümetinin Amerika’da artan yabancı tahvil satışını önlemek amacıyla “Faiz Eşitleme Vergisi” adında bir vergi uygulamaya başlamıştır. Bu verginin uygulamaya konmasıyla Avrupalı yatırımcılar bu piyasadaki tahvil ihracıyla fon sağlayamamış, bunun yerine bankalardan kredi kullanmışlardır. Bu süreç eurodolar piyasasını güçlendirmiş, eurodolar piyasası da euro tahvil piyasasının gelişmesine yol açmıştır.

Eurodolar piyasasına, Amerika’da tahvil piyasasında oldukça tecrübeli olduğu için ve bu işlemleri Avrupa’ya taşıdığı için uzun süre Bank of England ve Londra egemen olmuştur. Daha sonra diğer Avrupa finans merkezleri (Zürich, Amsterdam gibi) de bu alanda faaliyetlere başlamış, Singapur ve Hong Kong bankalarının çalışmalarıyla da Asya Eurodolar Piyasası faaliyete geçmiş ve Asyalı yatırımcıların da eurodolar ile tanışmalarını sağlamıştır. Böylece eurodolar piyasası oldukça büyük işlem hacimlerine ulaşmıştır.

## 242. 1963-1970 Dönemi

İkinci Dünya Savaşı’nı atlatan Avrupa piyasaları, New York yabancı tahvil piyasasının hükümet kısıtlamaları nedeniyle, kaynak bulmakta oldukça zorlanmaktayken, Kennedy hükümetinin yürürlüğe koyduğu faiz eşitleme vergisi nedeniyle hem Amerikan firmaları, hem de Avrupa firmaları İngiltere ve Almanya gibi merkezlerden fon sağlayabilme imkanları aramışlardır.

Bu dönemde, İtalyan otoyol şirketi olan Autostrade şirketinin Londra’da yaptığı 15 yıl vadeli, 15 milyon dolarlık tahvil ihraçlarının, ilk euro tahvil ihracı olduğu ve euro tahvil piyasasının başlangıcı olduğu kabul edilmektedir (1 Temmuz 1963) (FISHER, 1988, s.11). Bu tahvillerin en önemli özellikleri, konsorsiyum lideri bankanın Londra merkezli (Bank

of London), konsorsiyum üyesi bankaların da Belçika, Almanya, Hollanda, Lüksemburg merkezli olmasıdır.

Bu tahviller Avrupa finans merkezlerinde aynı anda satışa sunulmuş, ihraçta underwriting işlemi yapılmış, ilk kez Amerikan doları üzerinden düzenlenen bu tahvillerin ihracı, Avrupa piyasalarında Amerikalı olmayan bir konsorsiyum tarafından (S.G.Warburg, Bank of England, Deutsche Bank gibi) satışa sunulmuştur.

S.G.Warburg, Amerika finans piyasalarının Kennedy uygulamaları nedeniyle önemini yitireceğini önceden görmüş, Londra merkezli bir uluslararası sermaye piyasası oluşturmaya karar vermiştir. 1963 yılında gerçekleştirdiği 15 milyon dolarlık Autostrade tahvillerinin ihracıyla euro tahvil piyasasının kurucusu olarak anılmaya başlamıştır.

1963 öncesi Philips firmasının 1951 yılında 25 milyon dolarlık tahviller ve 1961 yılında Sacor isimli firmanın 17 ülkenin para biriminin birleşiminden oluşan bir para birimiyle satışa sunulan tahvil ihraçları, euro tahvillere özgü özellikleriyle piyasanın başlangıcı içinde yer almaktadırlar. Ancak euro tahvillere özgü özellikleri tam olarak karşılamadıklarından (aynı anda birden fazla piyasada satışa sunulması, satış konsorsiyumunun oluşumu gibi) tam anlamıyla euro tahvil oldukları söylenememektedir.

Autostrade euro tahvil ihraçlarından sonra, 1964 yılı başlarında Canon firması 15 yıl vadeli 5 milyon dolarlık tahvil ihraçlarıyla piyasaya girmiştir. Haziran 1964 ilk büyük euro tahvil ihracını 25 milyon dolarlık euro tahvil ihracıyla Istituto per la Ricostruzione Industriale ( IRI ) tarafından varant ekli olarak piyasaya sunulmuştur.

1965 yılında Amerika'nın ödemeler dengesinin Vietnam Savaşı nedeniyle bozulması, hükümeti ülke dışına fon akımını engelleyici kurallar koymaya itmiştir. Başkan Johnson tarafından yürürlüğe konulan Voluntary Restraint Program ise, yatırımcıları ülke içinde tutmak yerine, daha fazla şirketin euro tahvil piyasasından fon sağlama yoluna gitmesine neden olmuştur.

Bu dönemde euro tahvil piyasası büyümeye ve yaygınlaşmaya devam etmiş, özellikle Amerikan şirketleri yüksek miktarlarda euro tahvil ihraçları yaparak, piyasanın gelişimine

ve yaygınlaşmasına katkıda bulunmuşlardır. 1969 yılında Amerikan hükümetinin kredilerde uygulamaya başladığı kısıtlamalar euro tahvil piyasasının %50 büyümesini sağlamış, piyasanın işlem hacmi, 30 milyar dolardan 50 milyar dolara yakın seviyelere gelmesini sağlamıştır.

Kredi kısıtlamaları Amerikan şirketlerini ve finans piyasasını zorluğa düşürmüş, Amerika'nın büyük aracı kurumlarından Goodbody şirketi içine düştüğü ödeme güçlükleri nedeniyle Merill Lynch şirketi tarafından kurtarılmıştı. Krizden euro tahvil piyasaları da etkilenmiş, bu nedenle Haziran 1968 tarihinde, yatırımcıları aracı kurumların finansal sıkıntıları nedeniyle düştükleri zorluklardan korumak amacıyla, elektronik takas sistemi olarak adlandırılan "Euroclear", daha sonra da "Menkul Kıymet Yatırımcısını Koruma Kanunu" yürürlüğe konmuştur.

1969 yılında faaliyete geçen bir kuruluş da AIBD (Association of International Bond Dealers - Uluslararası Tahvil Satıcıları Birliği) olmuştur. AIBD, piyasa temsilcisi sıfatıyla ülke yetkilileri ve ulusal sermaye piyasalarıyla ilişkileri yürütmüştür. (1992 yılında adını ISMA<sup>17</sup> olarak değiştirmiştir.)

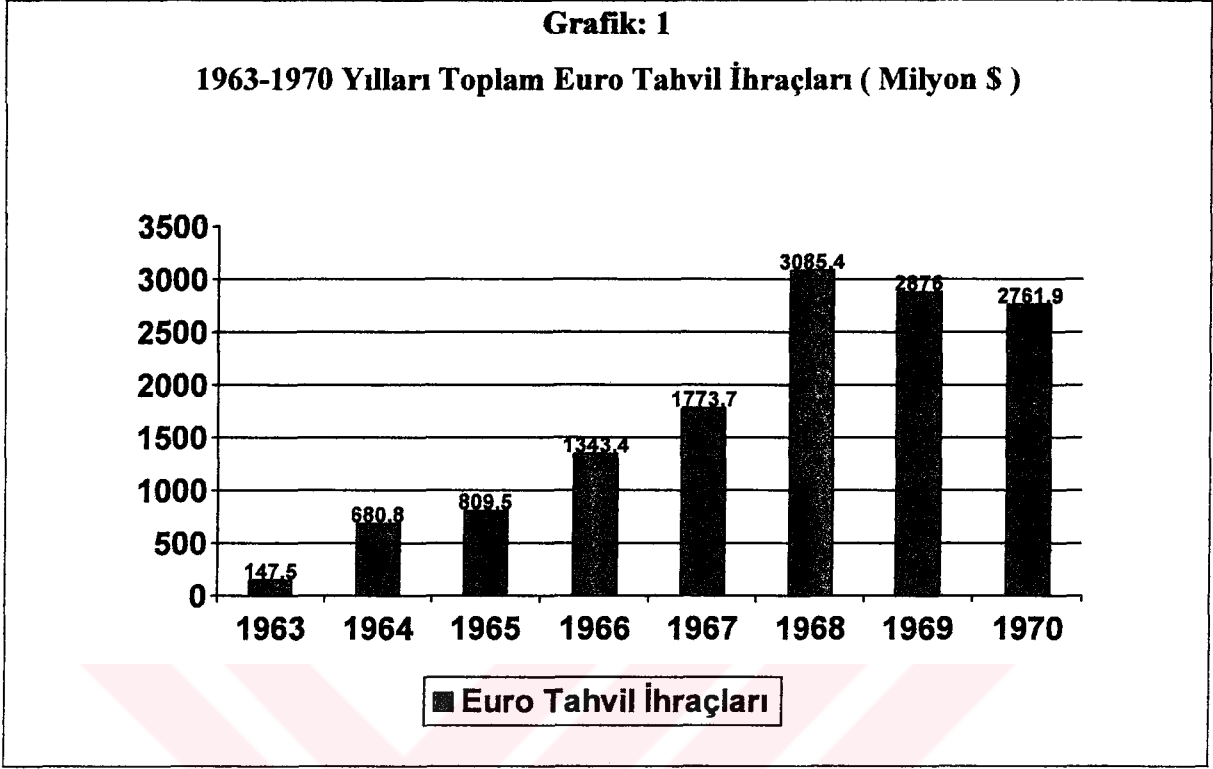
Finans piyasalarında belirsizliğin ve dalgalanmaların etkili olması, euro tahvil piyasasında yeni finansal enstrümanların kullanılmaya başlamasını sağlamıştır. 1970 yılında İtalyan elektrik şirketi Enel tarafından ilk kez piyasaya değişken faizli tahvil ihracı gerçekleştirilmiş, 50 milyon dolarlık bu tahvil ihracını, aynı yıl Pepsi Cola firması tarafından gerçekleştirilen 75 milyon dolarlık euro tahvil ihracı takip etmiştir.

Piyasalarda uzun süredir görülen durgunluk ve işlem hacmindeki düşüş, bu dönemde kırılma göstermeye başlamıştır. Bu dönemde kullanımında artış görülen değişken faizli euro tahvil ihraçlarıyla da euro tahvil piyasası yeni bir ivme kazanmış, euro piyasalarındaki krize rağmen büyümeye devam etmiştir.

1963 ve 1970 yılları arasında yapılan toplam euro tahvil ihraçları Grafik 1'de görülebilmektedir.

---

<sup>17</sup> International Security Market Association



Kaynak: LEVICH, 2001, s.337

### 243. 1971-1975 Dönemi

Bu dönemde finansal piyasalar için en önemli olayı NASDAQ'ın kurulması olmuştur. 1971 yılında kurulan bu kotasyon sistemi, finans piyasalarında meydana gelen olumsuzlukların önemli ölçüde üstesinden gelmiş ve piyasaların gelişmesini sağlamıştır.

1971 yılındaki önemli gelişmelerden biri de, Smithsonian Enstitüsü'nde yapılan bir toplantıda Alman markının %13.6, Hollanda florininin %11.5 oranında revalüe edilmesi ve ABD dolarının %7.9 oranında devalüe edilmesi olmuştur (FISHER, 1988, s.13).

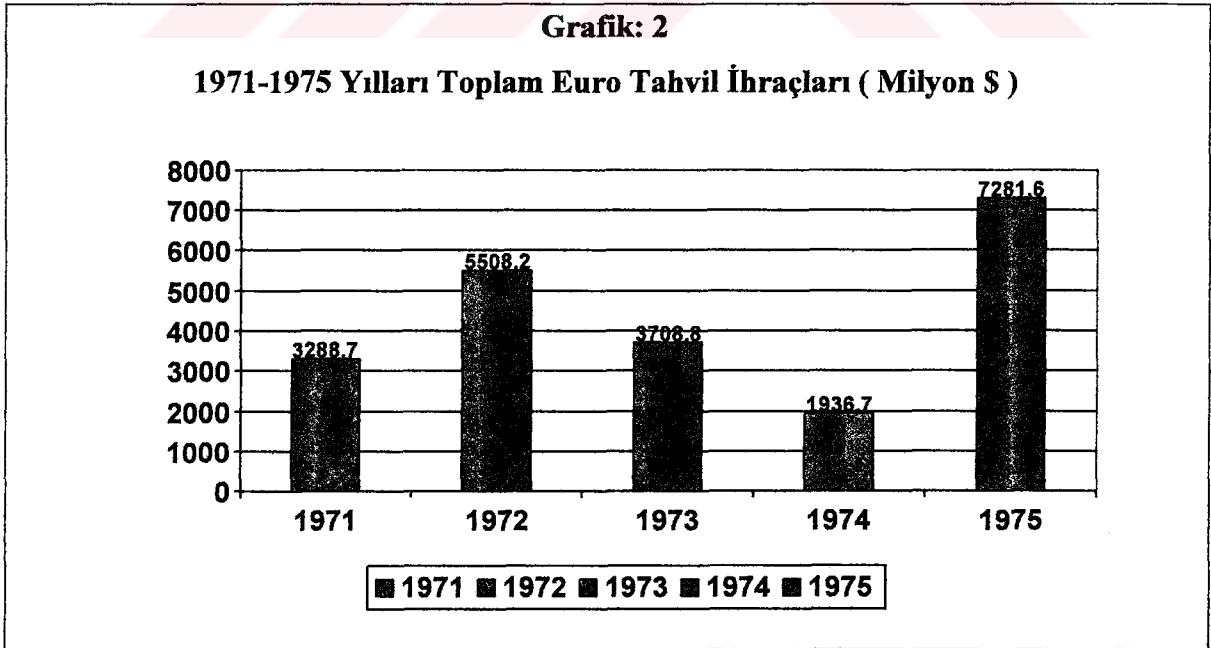
Bu gelişmelerin yanında, AET (Avrupa Ekonomik Topluluğu) ülkelerinin para birimlerini birleştirme çalışmaları nedeniyle Amerika'da faiz oranları düşmüş, bu gelişme de euro tahvil piyasasında tahvil ihraçlarının artmasını sağlamıştır. 1971 yılında bir finans kuruluşu olan Esso'nun 100 milyon dolarlık euro tahvil ihracı, daha önce bu piyasayla ilgilenmeyen yatırımcıların da, yatırım için oldukça avantajlı olması nedeniyle, euro tahvil piyasasıyla ilgilenmesini sağlamıştır (GALLANT, 1988, s.20).



Merkezi Brüksel’de bulunan, Euroclear’a rakip olarak 1971 yılında “Cedel” sistemi Lüksemburg’da faaliyete geçmiştir. Faaliyetleri açısından rakip görülebilecek bu kuruluşlar, kendi aralarındaki yöntem benzerlikleri ve tahvil transferleriyle euro tahvillerin ikincil piyasasının kurulmasında ve gelişmesinde önemli rol oynamışlardır.

Bu dönemde, Suudi Arabistan ile İsrail arasındaki savaşın petrol fiyatlarını yükseltmesi dünya ekonomisini ve finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir. 1974 yılında Almanya’da, Amerika’da ve Japonya’da bankalar ve büyük şirketler finansal açıdan zorluğa düşmüş, hatta bazıları iflas etmiştir. Bu dönemde euro tahvil piyasalarındaki işlem hacmi de oldukça düşmüş, hatta 1974 yılında piyasada işlem yapan yalnızca dört kuruluş kalmıştır. 1974 yılı, Grafik 2’den de görüleceği gibi, euro tahvil ihracının oldukça düşük miktarda gerçekleşmesine neden olmuştur.

Amerika’da 1974 yılında Başkan Nixon’un Faiz Eşitleme Vergisini kaldırılması finans piyasasının bir müddet New York’a yönelmesini sağlamışsa da, euro tahvil piyasası 1975 yılında dünya ekonomisinde yaşanan iyileşmeler ve düzelen ekonomik yapı ile yeniden büyüme sürecine girmiştir.



Kaynak: LEVICH, 2001, s.337

#### 244. 1976-1980 Dönemi

Petrol Krizi sonrası euro tahvil piyasası, özellikle OPEC ülkeleri tarafından kullanılmaya başlanmış, ayrıca bu dönemde, yeni kullanıcılar çekmek için yeni enstrümanlar kullanılmaya başlanmıştır. (Bu enstrümanların en önemlisi, Japon yatırımcıların ilgisini çekmek için düzenlenmiş “sushi” tahvil ihraçlarıdır.)

Euro tahvil piyasasının gelişiminin en önemli aşamalarından sayılabilecek bir adım, 1977 sonlarında Shell tarafından atılmıştır. Shell International tarafından 12 yıl vadeyle ihraç edilen, ihracı üç büyük İsviçre bankası tarafından gerçekleştirilen bu tahviller 500 milyon dolar değerinde olup, fiyatı önceden belirlenen (pre-priced) ilk tahvillerdir. Bu tahvillerin ihraç miktarının büyüklüğü, piyasanın canlanmasını sağlamıştır.

Sterlin ve yen bu dönemde önemli para birimleri olmuşlardır. ABD dolarının diğer para birimlerine göre zayıflaması, Alman markı üzerinden düzenlene euro tahvillerin oranı, ABD doları üzerinden düzenlenen euro tahvil oranına yaklaşmıştır (1978 yılında ABD doları tahvilleri 5,5 milyar dolar, Alman markı tahvilleri 4,9 milyar dolar değerindedir). ABD doları 1979 Avrupa Para Sistemi tarafından, bazı Avrupa ülkelerinin para birimlerini, tek bir para birimi olarak “ECU” (Avrupa Para Birimi) adı altında birleştirmesiyle biraz daha zayıflamış, 80’li yıllara gelindiğinde tekrar yükselişe geçmiştir (FISHER, 1988, s:17).

1979 yılında petrol fiyatlarının aşırı derecede yükselmesi ve Amerika Merkez Bankası’nın reeskont oranlarını yükseltmesi ve hazırladığı ekonomik paketi uygulamaya koyması, euro tahvil piyasalarını sarsmıştır. Ekonomik paketin açıklanmasından bir gün önce 500 milyon dolarlık euro tahvil ihracı gerçekleştiren IBM firması, ihraç gerçekleştirildikten bir gün sonra tahviller değer yitirdiği için büyük zarar gören firmalardan biri olmuştur. Ancak, 1977 yılından sonra tahvil ihraçlarında yaşanan düşüş, fazla olmamış, piyasaya yapılan ihraçlar, Grafik 3’te görülebileceği 1979 ve 1980 yıllarında artarak sürmüştür.

1980 yılında altın fiyatlarında görülen yükselişin de finansal piyasalara zarar vermesine rağmen, euro tahvil piyasaları yine de tercih edilmeye devam etmiştir. Aynı yıl piyasalarda görülen yeni bir gelişme de, vadesiz euro tahvil ihraçlarının ortaya çıkmasıdır. Citicrop

şirketinin 200 milyon dolarlık euro tahvilleri, vadesiz olarak satışa sunulmuştur. Euro tahvil piyasası için diğer bir yenilik de, Avustralyalı Alcoa adlı kuruluşun, bedeli taksitle ödenen euro tahvillerinin satışa sunulmasıdır.

1980 yılında oraya çıkan diğer bir yenilik de varlığa dayalı euro tahvillerin ilk kez piyasaya sunulmasıdır. Bu tür tahviller, euro tahvil piyasasına ilk kez Sunshine Mining tarafından gümüşe bağlı olarak çıkarılmıştır.

Dünya ekonomisinde yaşanan olumsuz gelişmelerin etkisiyle euro tahvil piyasasındaki yatırımcı ve borçlanıcı sayısında görülen azalmalar ve piyasadaki durgunluk, 24 Mart 1980 yılında İsveç Krallığı'nın 500 milyon dolarlık sabit faizli tahvil ihracıyla canlanmaya dönmüştür.

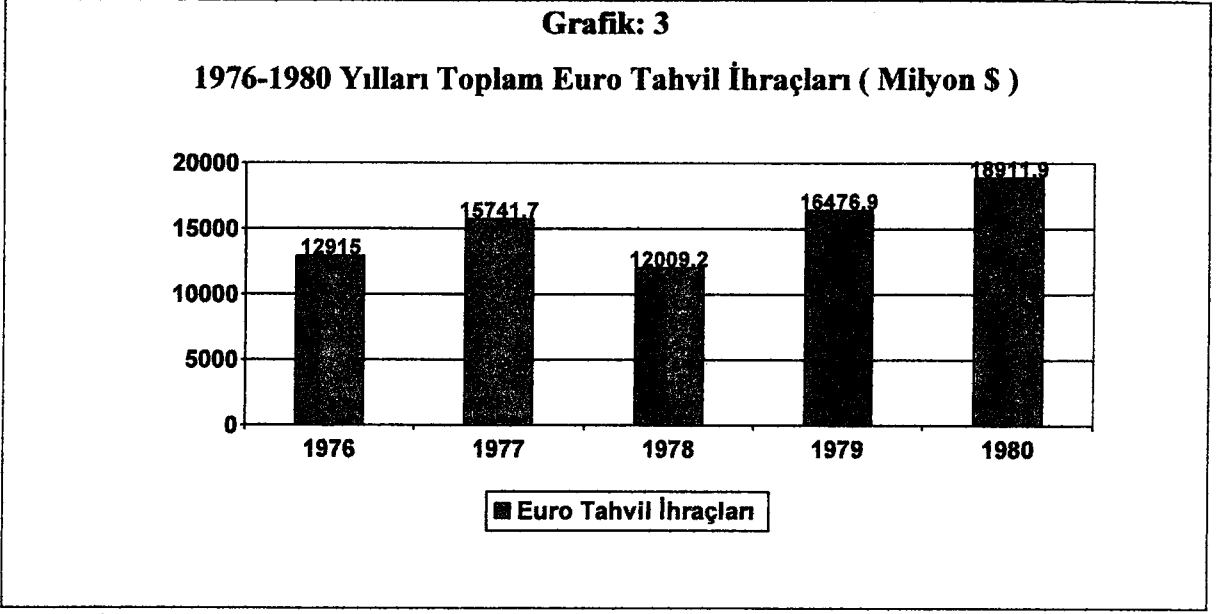
Euro tahvil piyasasının kuruluşundan 80'li yıllara kadar, euro tahvil ihraçlarının önemli oranda Avrupa'da yapılması nedeniyle, ihraç konsorsiyumlarında en fazla lider kuruluş, Alman Deutsche Bank olmuştur. Konsorsiyum lideri olan diğer kuruluşların da, Avrupa merkezli olduğu ve Alman bankalarının ağırlığı Tablo 2'de görülebilmektedir.

**Tablo : 2**

**1963-1979 Yılları Arası, İşlem Miktarı En Yüksek Konsorsiyum Lideri Kuruluşlar**

<b>Konsorsiyum Lideri Kuruluş</b>	<b>İşlem Miktarı ( Milyar Dolar )</b>
Deutsche Bank	13,471
Credit Swiss First Boston	9,094
Morgan Stanley	7,079
Warburg	5,417
West Landesbank	5,223
Dresdner Bank	4,127
Kuhn Loeb/Lehman	3,575
Union Bank of Switzerland	2,807
Amro Bank	2,140
Commerzbank	1,813
<b>Toplam</b>	<b>55,246</b>

Kaynak: BOWE, 1988, s.120



Kaynak: LEVICH, 2001, s.337

#### 245. 1981 ve Sonrası

1980 sonrası, euro tahvil piyasalarının yeniden büyük hacimlere ulaştığı ve uluslararası finans piyasasının yeniden toparlandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde finansal piyasalar krizin etkisinden kurtularak tekrar büyümeye başlamış, yatırımcılar ve borçlanıcılar euro tahvil piyasasını daha fazla kullanmaya başlamıştır.

1980 sonunda Amerika'da Reagan yönetiminin başkan olmasıyla ABD doları, Alman markı ve İngiliz sterlini karşısında değer kazanmaya başlamış, euro tahvil piyasasında dolar üzerinden düzenlenen tahvil sayısında artış görülmüştür. Japon yatırımcılar ve Japon yeni üzerinden düzenlen euro tahviller de bu dönemde oldukça aktif hale gelmiştir. Japon yatırımcılar özellikle hisse senedine endeksli tahvillere yatırım yapmışlardır.

1982 yılında yükselen faizler, gelişmekte olan pek çok ülkede krize neden olmuştur. Dış borcu oldukça fazla olan ülkelerin, bu borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesi, bu ülkelere verilen banka kredilerinin kesilmesine neden olmuştur. Bu ülkelerin krize girmesi dünya ekonomisini de etkilemiş, özellikle Latin Amerika ülkeleri ve Doğu Avrupa ülkeleri, büyük güçlüklerle karşı karşıya kalmıştır. Ülke ekonomilerinde yaşanan bu dalgalanmalar nedeniyle ECU para birimi üzerinden düzenlenen tahviller, en çok tercih edilen tahvil türü olmuştur.

Dünya ekonomisinde yaşanan krizler nedeniyle Amerikan Merkez Bankası, 1982 sonlarında faiz oranlarını indirme kararı almıştır. Faiz oranlarındaki düşmelerle euro tahvil piyasası 1981 yılına oranlara yaklaşık %90 oranında büyüme sağlamış, özellikle Avrupa ülkelerine ait euro tahviller (genellikle ECU euro tahviller) birçok yatırımcı için tercih edilen yatırım araçları olmuşlardır.

Bu yıllarda, euro tahvil piyasalarında görülen bir yenilik de “hisse senedi ile değiştirilebilir” tahvillerin ortaya çıkmasıydı. Bu tahviller, 1984 yılında Texaco isimli bir şirket tarafından piyasaya sunulmuştur. bu tahviller ayrıca ilk global tahvil olma özelliğini de taşımaktadır. İhracı gerçekleştiren kuruluş, bu tahvillerin satışını önceden birçok piyasada aynı anda gerçekleştirmeye çalışmıştır.

Hisse senediyle değişebilir tahviller, uluslararası hisse senedi piyasalarının yükseliş trendine girmesi nedeniyle 1985 sonrası dönemde oldukça sık kullanılır hale gelmişlerdir. Japonya’da Nikkei ve Amerika’da Dow Jones endekslerinin yükselişi borçlanmak isteyen kuruluşları varantlı euro tahvil veya hisse senedi ile değiştirilebilir euro tahvil ihracına yönlendirmiştir.

Amerikan dolarının değerinde görülen artışla birlikte euro tahvil piyasası 1984 yılında 100 milyar dolar seviyesini ilk kez aşmış, 106 milyar dolarla rekor seviyeye ulaşmıştır. Uluslararası tahvil piyasaları içinde euro tahvillerin payı %60 seviyesinden %75'lere ulaşmıştır. Yabancı tahviller, sermaye piyasalarında liberalizasyon hareketlerinin artmasıyla, yerini euro tahvillere bırakmaya başlamıştır.

1984 yılı, euro finansman bonosu (euro-commercial paper)’nun ilk kez finansal piyasalarda görüldüğü ve Uluslararası Birincil Piyasalar Birliği (International Primary Market Association - IPMA)’nin kurulduğu bir yıl olmuştur. Bu kuruluş, yapılan ihraçların çıkış prosedüründe standartların uygulanmasında ve ihraç sendikasyonlarının oluşumunda yeni düzenlemeler getirmiştir.

Finans piyasalarının globalleşmesinde önemli bir adım, 18 Temmuz 1984’te ABD Başkanı Reagan tarafından atılmıştır. ABD’de yerleşik olmayanların faiz ve kar payı gelirlerinden alınan %30’luk stopaj vergisi oranının alınan bir kararla yürürlükten

kaldırılmasıyla, Hollanda finans şubelerinden bu piyasaya ihraç yapma yoluna giden ABD şirketleri doğrudan euro tahvil piyasalarına girebilmişlerdir (GALLANT, 1988, s.32).

1985-1986 yıllarında euro tahvil piyasasındaki bazı uygulamaların kaldırılması yoluna gidilmiştir. Japonya, Japon olmayan kuruluşların euro-yen ihraçlarında lider banka olabilmesine imkan tanımış, aynı şekilde Almanya, İngiltere gibi ülkeler de piyasanın globalleşmesi amacıyla benzer kararlar almıştır. Japon ekonomisinin bu yıllarda diğer ülke ekonomilerine oranla oldukça gelişmiş olması ve cari işlemler fazlası vermesi, piyasada Japonya'nın önemli bir yer bulmasını sağlamıştır. Piyasada Japon aracı kurumlar kendini hissettirmeye başlamış, Japon yatırımcıların sahip olduğu tahvil miktarı 95 milyar dolarlara ulaşmıştır.

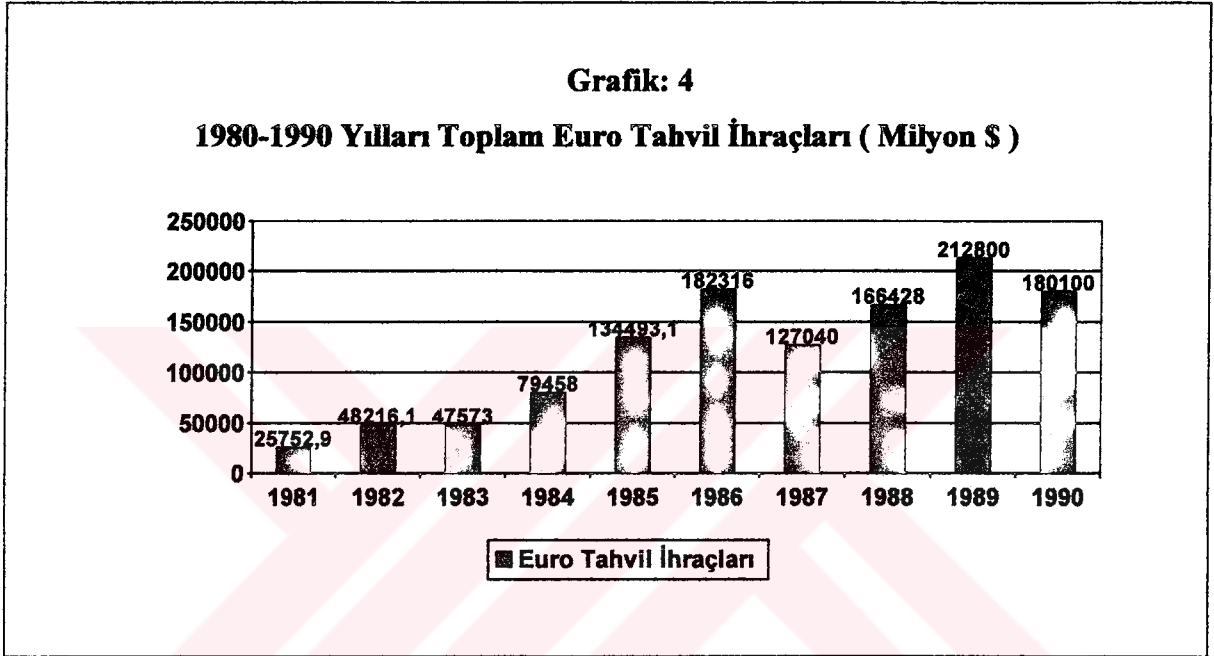
Vadesiz tahvillerin 80'li yıllarda başlayan yükselişi bu dönemde düşüşe geçmiştir. Bu tahvillerin, ikincil piyasada satışının pek mümkün olmaması, yatırımcıların bu tahvillere olan talebini düşürmüştür. Piyasada yaşanan krizin etkisiyle yatırımcılar yatırımlarını daha temkinli bir şekilde yapmaya başlamış, tahvil ihraç edenler ise yatırımcıların ilgisini çekmek için yeni uygulamalara başvurmuştur.

Amerikan ekonomisinde "Kara Pazartesi" olarak adlandırılan 19 Ekim 1987 tarihindeki gelişme, tüm finans piyasalarını etkilediği gibi euro tahvil piyasasını da etkilemiştir (FISHER, 1988, s.24). Borsada yaşanan büyük düşüş, kısa süre içinde tüm piyasalarda duyulmuş ve etkisini göstermiştir. Bu tarihten önce euro tahvil piyasasında tahvil ihracı kararı veren pek çok şirket, bu karardan vazgeçmek zorunda kalmıştır.

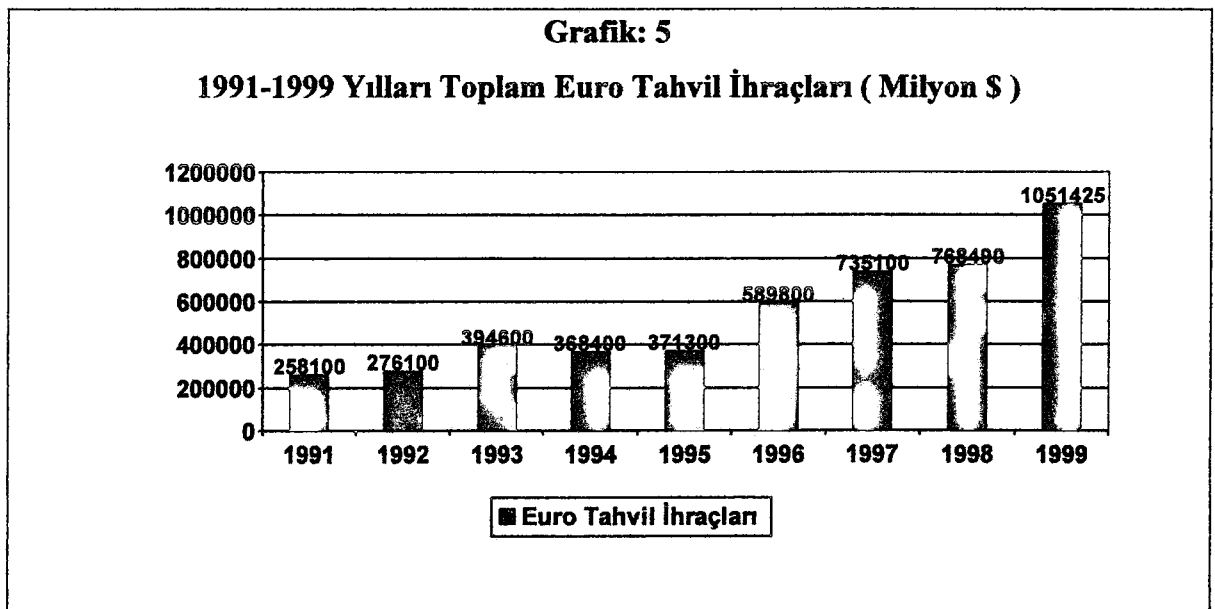
Grafik 4 ve 5'te görüldüğü gibi, 80 krizinden sonra az da olsa artarak devam eden ihraçlar, 1987 yılındaki düşüşten sonra artarak devam etmiş, özellikle 1990'dan sonraki yıllarda çok yüksek miktarlara ulaşmıştır.

1990'lı yıllara gelirken değişken faizli euro tahvillerin, tahviller içindeki payında düşüş görülmüş, sabit faizli tahvil ihraçları ise artmıştır. Japon borçlanıcılar ise yatırımcıların ilgisini çekebilmek için varant ekli euro tahvilleri kullanmaya başlamış, bunda oldukça başarılı olmuştur.

1990 sonrası euro tahvil piyasası büyümeye devam etmiştir. Özellikle Dünya Bankası gibi büyük organizasyonların euro tahvil piyasasını daha fazla kullanmaya başlaması piyasanın gelişmesine önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. 90'lı yıllardan günümüze kadar devam eden süreçte euro tahvil piyasası, kuralları ve işleyişi bakımından büyük gelişme göstermiş, sermaye miktarı ve kullanıcı sayısı ile en büyük ve en önemli finansal piyasalarından birisi olmuştur.



Kaynak: LEVICH, 2001, s.337



Kaynak: LEVICH, 2001, s.337

## 25. Birincil Euro Tahvil Piyasası

Euro tahvil ihracıyla kaynak sağlamak isteyen kuruluşların, çıkardıkları tahvilleri yatırımcılara ilk kez sundukları piyasaya birincil piyasa denir. Euro tahvillerin piyasaya sunuldukları belli bir yer, bina veya borsa yoktur. Bu piyasalar telefon, teleks ve bilgisayar üzerinden işlem yapılan piyasalardır. Katılımın fiziksel bir mekan gerektirmemesi, katılımcı sayısının diğer finans piyasalarına oranla daha fazla olmasını sağlamaktadır (WALMSLEY, 1991, s.129).

Fiziksel bir mekan gerekmemesine rağmen Londra piyasanın merkezi sayılmaktadır. Brüksel ve Lüksemburg, takas (clearing) işlemlerinin burada yapılması nedeniyle, Zürih de Uluslararası Tahvil Satıcıları Birliği'nin merkezi olması nedeniyle piyasanın önemli merkezleridir.

Euro tahvil ihraç etmek isteyen bir kuruluş, itibarı yüksek bir kredi derecelendirme kuruluşundan, yatırımcılarına firmanın kredi alabilirliği hakkında bilgi sağlayabilecek bir kredi notu almak zorundadır. Birincil piyasaya tahvil ihraç eden kuruluşlar, genellikle kredi değerliği yüksek kuruluşlar ve ülkelerdir. Bazı ekonomik kuruluşların kredi derecelerinin oldukça yüksek olması, bu şirketlerin faaliyet gösterdiği ülke hükümetinden daha düşük faizle kaynak sağlaması gibi sonuçlara neden olmaktadır.

Piyasaya tahvil ihraç edilmesi şu süreçlerden oluşmaktadır:

- İhraç faaliyetlerinin sıralanması.
- Borçlanmak isteyen kuruluşun, kredi derecelendirme kuruluşlarından kredi notu alması.
- Kupon fiyatlarının ve ihraç fiyatının konsorsiyum tarafından belirlenmesi.
- Konsorsiyum üyesi kuruluşlar ve yükleniciler arasında irtibat sağlanması.
- Yeni euro tahvillerin aracı kuruluşlarca piyasada satışa sunulması.

Euro tahvillerin birincil piyasada ihracında büyük mali kuruluşlar ve aracı kurumlar yer almaktadır. Konsorsiyumu yöneten lider banka (lead manager), konsorsiyumda görev



alacak ortak yönetici banka (co-manager), taahhütçü banka ve satış grubu bankaları bir araya getirerek ihraç prosedürlerini oluşturur.

Konsorsiyumda ortak yönetici sıfatıyla yer alacak kuruluşların, tahvili ihraç eden kuruluşla ve konsorsiyum lideri banka ile iyi ilişkiler içinde olması gerekir (WALMSLEY, 1991, s.132). Ayrıca, bu bankaların konsorsiyuma seçiminde tahvili satabilme kapasitesi de dikkate alınmaktadır.

Euro tahvil ihraçlarında, ihracın yönetimi ve yüklenimi ile ilgili komisyon ücretleri tahvilin vadesine göre değişmektedir. Çıkarılacak tahvillerin vadesi uzadıkça, ödenecek komisyon miktarları da arttırılmaktadır. Komisyon ücretleri, çıkarılan tahvil miktarının belli bir yüzdesi olarak önceden anlaşılan orana göre hesaplanmaktadır (GRABBE, 1986, s.289).

Konsorsiyum bu işlemleri tamamladıktan sonra, üyeler bu tahvilleri yatırımcılara satmak için çeşitli yolları denerler. Konsorsiyum üyesi bankalar tahvilin ikincil piyasada değerini yitirmemesi için, tahvil satışı yapılacak müşterilerini belirlerken dikkatli davranmak zorundadırlar. Tahvil fiyatlarını dengelemek amacıyla, konsorsiyum üyesi bankaların, bazı müşterilerine sattıkları tahvilleri geri satın aldıkları da görülmektedir.

Euro tahvil piyasasında diğer piyasalardaki gibi standart bir fiyatlandırma işlemi yoktur. Yalnız, fiyatların dengelenmesi konsorsiyum lideri banka tarafından sağlanmaktadır. İşlem hacminin düşük gerçekleştiği durumda, konsorsiyum lideri banka piyasada alıcı olarak fiyatların desteklenmesini sağlamaktadır. Çıkarılan tahvillerin piyasada başarılı olmasında en önemli etken, konsorsiyumun lider banka konumundaki banka ve aracı kurumlardır.

Euro tahvil ihraçlarında izlenen faaliyetleri, hazırlık dönemi, satış teklifi dönemi ve kapanış dönemi olarak sıralamak mümkündür.

Hazırlık döneminde ihraç edilecek tahvillerin miktarı, fiyatı, kuponu, vadesi, itfası ve geri çağırılması gibi belli başlı şartlar konusunda anlaşmaya varılarak gerekli belgeler hazırlanır. Hazırlanması gereken belgeler, halka arz izahnamesi, alım başvurusu anlaşması,

aracılık yüklenimi anlaşması, satıcı grubu anlaşması, yeddi emin anlaşması, tahvil dokümanı isimli belgelerdir (BOYSAL, 1988, s.16).

Halka arz izahnamesi, ihracı yapan kuruluş, ihracın şekli ve miktarı ve garantörü hakkında bilgi veren dokümanlardır. Bu belgeler, ihraçtan elde edilecek gelirin nerelerde kullanılacağı, ihraççı kuruluşun son beş yıllık bilançoları, mevcut eleman sayısı, yöneticilerin isim listesi, denetim raporları gibi konularda yatırımcıya bilgiler sağlamayı amaçlamaktadır.

Bu belgelerin bir devlete ait olması durumunda ülkenin coğrafi konumu, nüfusu, ekonomik yapısı, ülkenin üye olduğu uluslararası kuruluşlar, GSMH, ülkede faaliyet gösteren kamu kuruluşları, çalışanlara ödenen ücretler, enflasyon oranı, ülkenin dış ticareti gibi konuları içermektedir.

Alım başvurusu anlaşması, ihracın yöneticileri ile ihracın garantörleri arasında yapılan anlaşmadır. Bu anlaşmada, ihraç için yöneticilerin başvurma ya da başvuruyu artırma koşulları, ihraç fiyatı, kupon değeri, teslim ve ödeme yöntemi, tasfiye koşulları gibi bilgiler yer almaktadır.

Aracılık yüklenimi anlaşması, yönetici bankalarla aracılık yükleniminde bulunan bankalar arasında yapılan anlaşmadır. İhraççı kuruluşlar bu anlaşmada yer almazlar. Aracı yükleniciler, bu anlaşmalarla yönetici bankalara, bir alt aracılık yüklenimi anlaşması yapmaktadırlar.

Satıcı grubu anlaşması, yönetici bankalar ile satıcı grupları arasında yapılan anlaşmalardır. Bu anlaşmalarda, ihraç edilen menkul kıymetlerin dağıtılması durumunda satışa ve alım başvurusuna ilişkin kayıtlar yer almaktadır.

Yeddi emin veya mali ajan anlaşması, ihraççının ödeme ajanı ile yaptığı anlaşmaya denilmektedir. Ödeme ajanı, tahvil sahiplerine ait bazı idari işleri takip eden kişilere denmektedir. Aynı işi üstlenecek yeddi emin tayin edilmesi durumunda anlaşma yeddi emin, ajan tayin edilmesi durumunda ajan anlaşması olarak adlandırılmaktadır (BOYSAL, 1988, s.12).

Hazırlanması gereken belgelerden biri de doğal olarak tahvilin kendisidir. Tahvil dokümanı da diğer belgeler gibi hazırlanarak belgeler arasında yerini aldıktan sonra satış işlemlerine başlanır.

Satış teklifi dönemi, tahvilin ihracı için gerekli belgelerin hazırlanmasından sonra, yatırımcılara satışa sunulduğu dönemdir. Belgelerin bazılarının ihraç işlemleri başladıktan sonra da tamamlanabilir olması, satış teklifi döneminin daha önce başlamasını sağlayabilmektedir.

Tahvilin ihraç işlemleri, ihraç yöneticilerinin aracılık yüklenimi yapacak mali kuruluşlara, aracılık yükleniminde bulunmalarını ve satıcı grup üyesi olarak alım başvurusunda bulunmalarını istediği teleksi çekmesiyle başlamış olur (BOYSAL, 1988, s.12). Bundan sonra satıcı grup üyesi kuruluşlar yatırımcılara yapılan euro tahvil ihracı hakkında duyuru yaparak tahvilleri satmaya çalışırlar.

İhraç işlemlerinde tahvil alımı için, yüksek miktarda alım başvurusu yapıldığında ihraç miktarının artırılması, kupon değerinin düşürülmesi veya ihraç fiyatının yükseltilmesine karar verilebilir. Düşük miktarda alım teklifi yapılması durumundaysa bu işlemlerin tam tersi yapılır.

Satım teklifi sonunda yöneticiler, satış grubu üyelerine ihracın nihai koşullarını bildirip, taleplerine uygun düşen belli sayıdaki tahvili satın almalarını istediğini iletir. Tahvillerin alım satım işlemleri, satış grubu üyelerine yapılan tahvil dağıtımı belli olduktan sonra yapılmaktadır.

Kapanış işlemleri, tahvillerin satılmasından, anlaşmaların tamamlanmasından ve tahvil değerlerinin ödenmesinden ibarettir.

Alım başvurusu yapıldıktan en fazla iki hafta sonra, tahvil alımı yapanlar tahvil ücretini ödemektedirler. Tahvil ücretleri ihraççıya intikal ettikten sonra, ihracı yapan kuruluş, tahvilin teslimi için yöneticiye yetki vererek tahvilin teslimini ister. Tahvilin yatırımcıya teslimiyle ihraç işlemi sona ermektedir.

Euro tahvil ihracında takip edilen işlemler kısaca şunlardır:

- D-14 Haftası:** Borçlanıcı kurum ile ihraç stratejisi üzerinde anlaşma yapılması, vekaletin verilmesi ve ihraç belgelerinin hazırlanması. Borsaya kotasyon için başvuru yapılması (D gününe kadar ertelenebilir).
- D-7 Haftası:** İhraç belgelerinin tamamlanması, ortak yöneticilerin davet edilmesi. Dokümanların kontrol edilmesi (WALMSLEY, 1991, s.132). Aracılık yüklenicilerinin ve satış grubu üyelerinin geçici listesinin hazırlanması, yeddiemin-mali ajan anlaşmasının hazırlanması, tahvilin basımı için hazırlık yapılması.
- D-2 Günü:** Yardımcı yöneticilerin (gerek duyulduğunda, büyük çaplı ihraçlarda) davet edilmesi.
- D-1 Günü:** Yönetici grubun son seklini alması, ihraççı kuruluş ile koşullar üzerinde görüşme, dokümanların son şeklini alması ve onayların tamamlanması.
- D Günü:** İhracın duyurulması, konsorsiyumdaki lider bankanın taahhütçülere ve satış gruplarına daveti iletmesi.
- D+1 Günü:** Taahhütçülere ve satış gruplarına belgelerin gönderilmesi.
- D+3 Günü:** Aracı yüklenicilerin, baş yöneticiye yüklenimi kabul ettiklerini bildirmeleri için son gün.
- D+4 Günü:** Taahhütçülere kabul ettiklerini bildirmeleri için tanınan son gün.
- D+5 Günü:** Aracılık yüklenimi anlaşmasının, onaylanmış olarak lider bankaya gönderilmesi.

- D+7 Günü: Satış grubu anlaşmasının onaylanmış olarak baş yöneticiye gönderilmesi. Lider bankanın ihracın son koşullarını aracı yüklenicilere iletmesi.
- D+8 Günü: Aracıların son koşulları kabulü. Alım başvurularının imzalanması. Lider bankanın ilk dağılımı belirlemesi.
- D+9 Günü: Fiyatlandırma günü. İhraç şartlarının son şeklini alması.
- D+10 Günü: Tahvillerin sunulması. Tahvillerin dağılımını gösteren telekslerin taahhütçülere ve satış gruplarına gönderilmesi.
- D+11 Günü: Konsorsiyumun fiyatı dengeleme dönemi. Dağıtım işlemi sona erinceye kadar, tahviller konsorsiyum tarafından desteklenmeye devam eder.
- D+21 Haftası: İhraç edilecek tahvillerin, kontrol edilmek üzere lider bankaya gönderilmesi.
- D+24 Günü: Ödeme günü. Konsorsiyum üyesi bankalar tarafından tahvil ihracından elde edilen miktarın, ihracı yapan kuruluşa ödenmesi.
- D+27 Günü: Alım başvurusunda bulunanların lider bankaya gerekli ödemeleri yapması, borsada tahvillerin kotasyona alınması.
- D+28 Günü: Alım başvurusunda bulunanlara tahvil dağıtımlarının yapılması. Yeddiemin veya mali ajan anlaşmalarının imzalanması. Bu işlemler tamamlandığında ihraç işlemlerinin tamamlandığı ilanının (mezar taşı ilanı) yayınlanması (GRABBE, 1986, s.292).

## 26. İkincil Euro Tahvil Piyasası

Yatırımcıların, ellerinde bulunan euro tahvilleri nakit gereksinimi dolayısıyla vadesinden önce nakde çevirmek istemeleri, euro tahviller için ikincil bir piyasanın oluşmasına neden olmuştur. İkincil piyasa, birincil piyasanın etkin bir şekilde çalışabilmesi için hem yatırımcı hem de borçlanıcı açısından büyük önem arz etmektedir. İkincil piyasada oluşan tahvil fiyatları yeni yapılacak tahvil ihraçlarının fiyatlandırılmasında en önemli kaynak durumundadır.

Yatırımcının elinde bulundurduğu tahvili nakde dönüştürebilmesi için, aktif ve likit bir ikincil piyasaya gerek vardır. Euro tahvillerin ikincil piyasasında belli bir işlem yeri ve işlem saati bulunmamaktadır. İşlemler genellikle tezgah üstü piyasalarda, birincil piyasada faaliyet gösteren kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Euro tahvil ikincil piyasasının en önemli üstünlüklerinden biri alım satım tekliflerinin elektronik ortamda yapılması ve bilgi ağının çok geniş ve hızlı olmasıdır. Katılımcılar için herhangi bir işlem salonu olmayıp, katılımcılar başta Londra olmak üzere pek çok finans merkezinden piyasaya katılabilmektedirler (GRABBE, 1986, s.296). Alım satım işlemlerinden elde edilebilen tek fiyat bilgi kaynağı dealer'ların alım satım teklif fiyatları ve AIBD'nin yayınladığı haftalık listelerdir

Euro tahvil ikincil piyasası işlemleri, telefon piyasası özelliğinde piyasalardandır. Fiyatlar Reuters, Telerate gibi elektronik bilgi hizmeti veren kuruluşlara sunulduktan sonra, alım başvurusunda bulunanlar telefon yoluyla gelişmeleri takip etmektedirler. Alım işlemi, eşleştirme sistemleri tarafından karşılanabiliyorsa yatırımcı alım işlemlerine başlayabilmektedir. Alım işlemlerinin yatırımcı sayısının çokluğu nedeniyle yetersiz kalması veya tamamen karşılanmasının mümkün olmaması nedeniyle karşılanamadığı da olmaktadır. Piyasada katılımcı sayısının ve euro tahvil alternatiflerinin fazla olması nedeniyle son yıllarda "özel komisyoncu" (specialist broker) adı verilen araçlar ortaya çıkmıştır. Bu komisyoncular çeşitli yollarla tarafları bir araya getirerek ve piyasa düzenleyici (market maker) ile ilişki kurarak fiyatları kota edebilmekte ve alım satım işleminin gerçekleşmesini sağlayabilmektedir.

İkincil piyasanın en önemli katılımcıları, bireysel veya kurumsal yatırımcılar, menkul kıymet kuruluşları, bankalar, piyasa düzenleyiciler (market maker) ve komisyonculardan (broker) oluşmaktadır.

İkincil piyasada dealerların ilan ettikleri alış ve satış fiyatları arasındaki farklar<sup>18</sup> oldukça yüksek önem arz etmektedir. Alış ve satış fiyatları arasındaki fark büyüdükçe, yatırımcılar açısından elde edilecek getiri düşeceğinden, söz konusu tahvile olan talep de düşmekte, tahvilin likiditesi de azalmaktadır. Tahvilin likiditesini düşmesi de, borçlanıcı kuruluşun yeni tahvil ihraçlarında talebin düşük olmasına neden olmaktadır (AKYÜZ, 1993, s.15).

İkincil piyasadaki işlemler, alım satım kuruluşları (trading house) tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu kurumlar belli alanlarda uzmanlaşmış kurumlardır. Bazıları euro tahvil türleri alanında uzmanlaşmış durumdayken, bazıları da euro tahvillerin düzenledikleri para birimleri konusunda uzmanlaşmışlardır. Bu kuruluşlar piyasada fiyat oluşumunda ve piyasanın düzenlenmesinde önemli rol oynadıkları için piyasa düzenleyici (market maker) olarak adlandırılırlar.

İkincil piyasanın kuralları, genel olarak Uluslararası Tahvil Satıcıları Birliği (AIBD) tarafından konulmakta ve uygulanmaktadır. Anlaşmalar ise Euroclear ve Cedel gibi elektronik eşleşme sistemleri tarafından eşleştirilmektedir.

Uluslararası Tahvil Dealerları Birliği, uluslararası piyasalarda işlem yapan kuruluşlar arasında iletişim sağlamak, üye firmalar ve temsilciler arasında ilişki kurabilmek, teknik problemler hakkında incelemelerde ve araştırmalarda bulunmak amacıyla 1969 yılında Londra'da yapılan bir toplantıda kurulmuştur.

Uluslararası Tahvil Dealerları Birliği'nin kabul edilen genel merkezi İsviçre'nin Zürih kentidir. Ancak ikincil piyasa işlemlerinin genel olarak Londra merkezli finansal kuruluşlar tarafından yapılması, bu kuruluşun işlemlerinin daha çok bu merkezde toplanmasına neden olmuştur.

---

<sup>18</sup> Bu fark "spread" olarak adlandırılmaktadır.

AIBD her hafta başı yayınladığı listelerle, ikincil piyasa müşterilerine ihraçlar hakkında bilgi vermektedir. Bu listelerde her bir tahvil için teklif edilen fiyatlar ve alım satım işleminin gerçekleştirildiği fiyat ile ilgili bilgiler yer almaktadır. Yatırımcının piyasa fiyatları hakkında bilgi edinmesini sağlayan bu listeler, alım başvurusunda bulunan tüm yatırımcılara temin edilmektedir. Yatırımcılar listedeki bilgiler doğrultusunda, herhangi bir tahvil alımında hangi firmaya başvuracağını ve tahvil fiyatlarının hangi fiyatlar arasında oluşacağını öğrenmiş olur.

1969 yılında euro tahvil ikincil piyasasında yaşanan büyük genişleme, AIBD'nin ilk kez euro tahvil piyasasına müdahale etmesini ve bazı kuralları ve kısıtlamaları koymasını gerektirmiştir. AIBD euro tahvil piyasasının büyümesiyle orantılı olarak büyümüş, zamanla değişik amaçlı komiteler oluşturmuş, piyasa katılımcılarını eğitmek amacıyla çeşitli eğitim seminerleri düzenlemiş, iletişim ağını güçlendirerek daha hızlı haberleşmeyi sağlayacak altyapı oluşturmuştur.

AIBD'nin ikincil piyasaya getirdiği yeniliklerden en önemlileri, tahvillerin kotasyonu ile ilgili AIBDQ kotasyon sistemi ve ikincil piyasada bir işlem borsası niteliğindeki TRAX sistemidir.

AIBDQ sistemi, NASDAQ veya benzer piyasaların ekran bazlı işlem sistemine benzer şekilde uygulanan kotasyon sistemidir. Bu sistemde de işlem yapabilmek için yine telefonlar kullanılmakta, ancak ekranlar aracılığıyla süreç kısaltılmakta ve piyasa daha etkin hale getirilmektedir. Sistem oluşturulurken temel olarak NASDAQ sisteminden yararlanılmıştır. Ancak AIBDQ sistemi sınırlı sayıda menkul kıymet ile sınırlı bir piyasada uygulandığından, NASDAQ sistemine göre oldukça ufak kalmıştır. AIBDQ sistemi sayesinde katılımcılar birbirlerinden döviz, piyasa ve fiyatlar konusunda istedikleri kadar bilgiyi, oldukça hızlı bir şekilde alabilmektedirler.

TRAX sistemi ise, işlemlerin eşleştirilmesi, doğrulanması, raporlanması için ISMA üyesi kuruluşlar tarafından kullanılmak zorunda olan bir karşılaştırma sistemidir. Sistemin amacı, taraflardan birinin AIBD olduğu işlemlerde doğrulama işlemini aynı günde yerine getirmektedir. Doğrulama işleminde işlemin tarihi, zamanı, mutabakat tarihi, menkul kıymet kodu, fiyatı, miktarı, alım veya satım işlemi olması, taraflar, işlem numarası gibi



bilgiler kullanılmakta ve kayda geçirilmektedir. TRAX sistemi sayesinde işlem hacminin arttığı zamanlarda ve ani yükselme veya düşme yaşandığı durumlarda yaşanan işlemlerin eşleştirilememesi sorunu ortadan kalkmış, eşleştirme işlemleri hızlı ve etkin bir şekilde yapılarak mevcut durumda ortaya çıkan sıkıntılar aşılmıştır.

## **27. Para Birimleri Açısından Euro Tahviller**

Euro tahviller, genellikle uluslararası piyasalarda likiditesi yüksek, güçlü para birimleri ile düzenlendiklerinden piyasanın hemen hemen tamamı ABD dolarlı, euro para birimli ve Japon yenli euro tahvillerden oluşmaktadır. Bu euro tahviller yanında Kanada doları ve İngiliz sterlini gibi para birimleriyle düzenlenmiş euro tahvillere de rastlanmaktadır.

## **270. ABD Doları Para Birimli Euro Tahviller**

ABD dolarının, dolaşım kabiliyeti ve likiditesi en yüksek para birimi olması, euro tahvil türleri içinde ABD doları üzerinden düzenlenenlerin önemli bir kısmını ABD dolarlı euro tahvillerin oluşturmasını sağlamıştır (WALMSLEY, 1991, s.143).

ABD dolarlı euro tahviller özellikle 1960'lı yıllarda gelişmeye başlamıştır. Euro tahvil ihracıyla kaynak sağlamak isteyen kuruluşlar, bu tahvillerin yatırımcılara daha cazip gelmesinden ve Amerikan hukuk kurallarına tabi olmamasından dolayı bu tür tahvillere rağbet göstermişlerdir.

Bu tahviller Amerika'nın uyguladığı hiçbir kısıtlamaya bağlı olamamasına rağmen, Londra ve Lüksemburg borsalarında kotasyona tabi olma zorunlulukları vardı. Özellikle Amerikan merkezli çok uluslu şirketlerin bu tür euro tahvilleri sık sık kullanmaları, bu tahvillerin işlem hacminin büyümesini ve genişlemesini sağlamıştır. ABD dolarlı euro tahvillerin diğer kullanıcıları, bankalar, hükümet kuruluşları ve özel kuruluşlardır.

ABD dolarıyla düzenlenen euro tahviller, ikincil piyasada likiditesi en yüksek tahvil durumundadır. Finansal aracı kuruluşlar ve bankalar da, ABD dolarlı euro tahvil piyasasında oldukça aktiftirler. Bu kuruluşlar, ABD dolarlı euro tahvillerin en önemli alıcılarıdır. Dolar euro tahvillerin ikincil piyasasının gelişmiş olması ve talep edilme

oranının yüksek olması, günümüzde de pek çok kuruluşun dolar para birimli euro tahvil ihraç etmesine neden olmaktadır. ABD dolarlı euro tahvillerin ikincil piyasasının bu kadar gelişmiş olmasının bir nedeni de, Amerika dışında diğer piyasalarda da ABD dolarının dolaşımında bulunmasıdır. Bu nedenle ABD dolarının dolaşımında olduğu ülkelerde, bu tahvillerin likiditesi ve yatırımcılar tarafından talep edilme oranı oldukça yükselmiştir.

### **271. Japon Yeni Para Birimli Euro Tahviller**

Euro tahvil türleri içinde işlem hacmi en yüksek tahvillerden biri, Japon yenli euro tahvilleridir. Japon yenli euro tahvillerin piyasada önemli bir yer oluşturmasında Japon hükümetinin, uluslararası piyasalara açılma amacıyla aldığı kararların önemli etkisi vardır.

Japon hükümetinin kısıtlanmaları nedeniyle, Japonya dışında yen para birimli tahvil çıkarılması uzun yıllar yasak olarak kalmıştır. Yen para birimli euro tahviller piyasada ilk kez, European Investment Bank tarafından, 1977 yılında ortaya çıkmıştır (GRABBE, 1986, s.282). 1984 yılına kadar sınırlı kullanım alanı bulabilen bu tahvilleri, bu tarihe kadar, daha çok Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi kuruluşlar kullanmışlardır. 1984 yılında hükümet kararlarının yumuşamasıyla, yerel yönetim kuruluşlarının, hükümet kuruluşlarının, yabancı kuruluşların ve sayıları sınırlı olmakla birlikte Japon kuruluşlarının da kullanabilmelerine imkan sağlanmıştır (WALMSLEY, 1991, s.145). Hükümet sınırlamalarının kalkmasıyla Japon yenli euro tahviller oldukça yüksek işlem hacimlerine ulaşmış, ABD dolarının dalgalandığı dönemlerde yatırımcıların Japon yenine yönelmesiyle, ABD dolarlı euro tahvillerin işlem hacimlerine ulaşmayı başarmıştır.

Günümüzde yen euro tahvil çıkarımı, Japon Maliye Bakanlığı'nın iznine bağlı olarak gerçekleştirilmektedir. İkincil piyasada likiditesi oldukça yüksek olan bu tahviller, borçlanmak isteyen kuruluşlar ve para otoriteleri tarafından tercih edilmektedir

### **272. Euro Para Birimli Euro Tahviller**

Euro para birimli euro tahviller, ECU para birimli euro tahvillerin günümüzdeki uzantısı konumundadır. ECU para birimi ise Avrupa ülkeleri para birimlerinden oluşmaktadır. Euro para biriminin temeli, 18 Aralık 1978 tarihinde Avrupa Topluluğu

üyesi ülkelerin ortak bir para birimi oluşturma istekleriyle ortaya çıkmıştır. ECU para birimi, Avrupa ülkelerinin para birimlerinden oluşturulmuş bir sepet niteliğindedir.

ECU para birimli euro tahvillerin uluslararası finansal piyasalarda ilk kez ortaya çıkması 1980'li yılların başına rastlamaktadır. ECU para birimli euro tahviller, başlangıçta Avrupalı yatırımcılar ve borçlanıcılar tarafından kullanılmışlardır. 1984 yılı sonrasında, ECU tahvillerin Avrupa dışında da çok uluslu şirketler ve kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılmaya başlanması, bu ülkelerde yatırımcıların ve borçlanıcıların dikkatini ECU tahvillere çekerek işlem hacminin artmasını ve ECU para birimli euro tahvillerin genişlemesini sağlamıştır.

ECU para birimli euro tahvillerin gelişiminde Avrupa Birliği'ne bağlı kuruluşlar, hükümetler üstü kuruluşlar ve hükümetlerin büyük payı vardır (WALMSLEY, 1991, s.147). Avrupa Birliği ülkelerinin Euro para birimine geçmesiyle, bu tür euro tahviller yeni bir ivme kazanmış, son yıllarda yüksek işlem hacimlerine ulaşmıştır.

Euro para birimli euro tahvillerin işlerliği yüksek bir ikincil piyasası mevcuttur. İkincil piyasa Belçika, Hollanda ve Lüksemburg ülkeleri tarafından oluşturmuştur. Günümüzde ikincil piyasanın yönetimi, bu ülkelerin yanında Almanya ve Fransa finansal kuruluşlarının kontrolindedir.

### **273. İngiliz Sterlini Para Birimli Euro Tahviller**

İngiltere'nin ve Londra'nın uluslararası finansal piyasalar için çok önemli merkezler olduğu, yıllardan beri kabul edilen bir görüştür. Bu nedenle 1970'li yıllardan itibaren, Londra'da İngiliz sterlini üzerinden düzenlenmiş bütün uluslararası tahvillerin işlem gördüğü bir piyasa ortaya çıkmaya başlamıştır.

İlk sterlin euro tahvil ihracı 1972 yılında gerçekleşmesine rağmen, bu euro tahvillerin kabul edilen başlangıcı 1977 yılıdır. Sterlin euro tahvil ihraçları, İngiliz sterlininin uluslararası finansal piyasalarda yerini ABD dolarına bırakmasıyla 80'li yıllarda azalma göstermesine rağmen, toplam euro tahvil ihraçları içinde önemli bir yer bulmuştur. İngiliz hükümeti tarafından alınan kararlarla, 1979 yılında döviz kuru üzerindeki kontrollerin

kaldırılması, 1984 yılında çıkarılan vergi muafiyeti ve hükümet kontrollerinde görülen azalmalarla birlikte yüksek işlem hacimlerine ulaşmıştır.

Sterlin euro tahvil ihraçlarında, ihraç sendikasyon grubunun oluşumu, diğer para birimli euro tahvil ihraç konsorsiyumlarıyla aynıdır. Ancak merkez bankası konsorsiyum üyelerinin ihraç işlemlerini takip etmektedir. Burada amaç müdahale etmek değil, piyasayı gelecek ile ilgili uyarmaktır. İkincil piyasası oldukça aktif olan sterlin euro tahviller, Londra ve Lüksemburg borsalarına kote edilmektedirler.

#### **274. Diğer Para Birimleri Türünden Euro Tahviller**

Kanada dolarlı euro tahviller, ABD ekonomisinin gücü ve kıtadaki ekonomiye hakimiyeti nedeniyle, ABD dolarlı euro tahvillerin bir örneği gibi faaliyet göstermektedir (WALMSLEY, 1991, s.151). Tahviller Londra ve Lüksemburg borsalarına kayıtlıdır. Kanada dolarlı euro tahvil ihraçları, Kanada Merkez Bankası'nın izni olmaksızın doğrudan Londra piyasasında yapılmaktadır. Aktif bir ikincil piyasası bulunan Kanada dolarlı euro tahvillerin ikincil piyasa işlemleri, genellikle Kanada dışındaki finans merkezlerinde veya borsa dışında yapılmaktadır.

Kanada doları gibi Avustralya dolarlı euro tahviller de Amerikan dolarlı euro tahvillerin kopyası niteliğindedir. 1976 yılında, Avustralya'da ilk euro dolar ihracını gerçekleştirdikten sonra uzun yıllar herhangi bir büyüme ve gelişme gösterememiştir (WALMSLEY, 1991, s.151). Ancak 1988 yılında finansal piyasalardaki genişlemeye bağlı olarak Avustralya dolarlı euro tahvillerin sayısında ve işlem hacminde genişleme görülmüştür.

Bu para birimlerinin dışında, özellikle ekonomik gelişmelere bağlı olarak Kuveyt dinarı, Hong Kong doları, Yeni Zelanda doları, Finlandiya markası gibi para birimleri üzerinden düzenlenmiş euro tahviller, konjonktürel dönemlerde finansal piyasalarda işlem görmektedirler. Güçlü para birimleri dışındaki para birimlerinin, euro tahvil piyasasında geniş bir yer bulamamalarının nedeni, likiditelerinin düşük olması, yabancı yatırımcılar açısından cazip yatırım seçeneği olmamaları ve aktif bir ikincil piyasalarının olmaması olarak sıralanabilir.

### **275. Euro Tahvil İhraçlarında Para Biriminin Belirlenmesi**

Uluslararası finansal piyasalardan euro tahvil ihracıyla kaynak sağlama yoluna giden bir kuruluş için en önemli karar, çıkarılan euro tahvillerin hangi para birimi üzerinden düzenleneceğidir.

Euro tahvillerin düzenlendiği para biriminin, uluslararası piyasalarda dolanım kabiliyeti ve piyasalarda talep görme oranı yüksek bir para birimi olması gerektiği genel görüştür. Seçilen para biriminin likiditesinin yüksek olması ve ikincil piyasada işlem hacminin geniş olması, yatırımcıların bu para birimiyle düzenlenmiş euro tahvilleri tercih etmesini sağlamaktadır.

Euro tahvillerin ihraç edileceği para birimi belirlenirken, ödemelerin yapılacağı döneme de dikkat edilmelidir. Ödemelerin yapılacağı dönemde seçilen para birimi üzerinden nakit girişi sağlanacak olması, tahvili çıkaran kuruluş için nakit riskini azaltıcı bir etken olmaktadır. Ödeme döneminde, aynı para birimi üzerinden nakit girişi sağlanamayacak ise, tahvili çıkaran kuruluşun ödemelerde döviz kuru riski ile karşı karşıya kalma riski olduğu söylenebilir.

Para birimi seçilirken, ödemelerin yapılacağı dönemde, seçilen para biriminin değerinde yaşanacak değişiklikler, tahvili çıkaran kuruluşun özellikle dikkat etmesi gereken hususlardan biridir. Seçilen para biriminin değerinde, gelecekte yaşanabilecek dalgalanmalar, ödeme yapması gereken borçlanıcı kuruluşların bu ödemeleri yerine getirmesini zorlaştırabilir. Gelecekte döviz kuru değişiklikleri nedeniyle ödeme güçlüğüne düşmek istemeyen kuruluşlar, birtakım yöntemlerle döviz kurlarında yaşanabilecek değişimleri hesaplayarak ödeme dönemlerinde meydana gelebilecek sıkıntılardan kendilerinin koruyabilmektedirler.

Bilgisayar programları sayesinde, mevcut döviz kurları kullanılarak gelecekte döviz kurlarında yaşanabilecek değişiklikler tahmin edilebilmektedir. Tahvili çıkaran kuruluşlar, elde edilen bu bilgiler doğrultusunda nakit giriş ve çıkışlarını düzenleyerek, ödeme döneminde güçlüğü düşme ihtimalini düşürebilmektedirler.

Ancak, döviz kurlarında yaşanacak değişimleri, sadece geçmiş yıllardaki veriler veya bilgisayar programları kullanılarak önceden ortaya koymak mümkün değildir. Döviz kurlarının önceden tahmin edilemeyen gelişmelerden, ülke ekonomilerinde aniden ortaya çıkan olumsuzluklardan, krizlerden etkilenme ihtimali oldukça yüksek olduğundan, yapılan tahminler, kullanılan yöntemler ne kadar etkili olursa olsun, gerçeği tam olarak yansıtmazlar. Yapılan tahminler, güvenilirliği ne kadar yüksek olsa da, içinde mutlaka belli bir oranda risk barındırırlar. Bu nedenle, para biriminin belirlenmesinde yönetimin risk üstlenme arzusu da önemli oranda etkili olmaktadır.

Para birimi seçimi, sabit faizli euro tahvil ihraçlarında da önemli olmaktadır. Döviz kurlarında yaşanacak gelişmeler faiz oranlarını da etkileyeceğinden, borçlanıcı kuruluşlar döviz riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu da borçlanıcı kuruluşların değişken faizli tahvillere yönelmesine neden olmuştur.

Borçlanıcılar, değişken faizli tahvillerle faiz oranlarında ileride yaşanabilecek değişikliklerden korunmaya çalışmışlardır. Ancak değişken faizli tahviller yatırımcılar için faiz oranlarının düştüğü dönemlerde avantajlı olmakta, faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde ihraççı kuruluşlar için ekstra maliyetler yüklemektedir.

Euro tahvil ihracıyla kaynak sağlamak isteyen borçlanıcı kuruluşların, gelecekte yaşanacak döviz kuru değişikliklerinden etkilenmemesi için yapılabileceklerden biri de, yalnızca bir para birimi cinsinden tahvil ihraç etmek yerine, birçok para birimi türünden (sepet) tahvil ihracı gerçekleştirmesidir. Firma eğer fazla miktarda tahvil ihracı gerçekleştirebilecek yapıya sahip değilse, sepet para birimleri üzerinden (geçmiş dönemde ECU tahvil kullanımı gibi) tahvil ihracı yoluna gidebilir.

Ödeme dönemlerinde gerçekleşecek nakit çıkışlarını karşılayabilmek amacıyla, firmaya aynı para birimi cinsinden nakit girişlerinin sağlanması, firmanın ödemelerde döviz kuru riskine karşı korunmasını, ödemelerde güçlüğü düşmemesini sağlayabilmektedir. Firmaya ödeme dönemlerinde nakit girişlerinin sağlanamayacağı durumlarda ise, ödeme yapılacak para birimi cinsinden yeni tahvil ihraç etme yoluna da gidilebilmektedir.

## **28. Euro Tahvillerde Takas İşlemleri**

Euro tahvil piyasalarının canlanma göstermesiyle, euro tahvillerin etkin ve derinliği olan bir ikincil piyasaya sahip olabilmesi için, menkul kıymetlerin fiziksel olarak yatırımcıya teslimini gerektiren bir takas sistemi gerekli görülmüştür. Euro tahvil piyasasının gelişme gösterdiği bu dönemlerde tahvilin yatırımcıya teslimi; kaybolması, satıcının tahvil bedelini bir defada tahsil edememesi, tahvil ile ilgili kayıtların tamamlanamaması gibi nedenler yüzünden oldukça zor ve riskliydi.

Bu nedenle, alım satım işlemleri yapılan tahvillerin, taraflar arasında değiştirilmesi ve tahvilin bedelinin transferinin tamamlanabilmesi için, tarafların üstlendiği riskleri azaltmak amacıyla bir takas sisteminin oluşturulmasına karar verilmiştir. Euro tahvil piyasasının oldukça geniş bir işlem alanına sahip olması, uluslararası alanda faaliyet gösterecek bir takas sistemini gerektirmiştir.

Euro tahvil takaslarında yaşanan zorlukları gidermek amacıyla, önce 1968 yılında Euroclear takas sistemi, ardından 1970 yılında Cedel takas sistemi kurularak ikincil piyasanın daha etkin bir hale gelmesi sağlanmıştır.

### **280. Tahvil Takas Kuruluşları**

Euro tahvillerin takas işlemlerini gerçekleştiren kuruluşların başında “Euroclear” gelmektedir. Euro tahvil piyasalarında gerçekleşen takas işlemlerinin büyük kısmı, bu kuruluş tarafından gerçekleştirilmektedir. Euroclear kuruluşunu, piyasanın diğer önemli takas kuruluşu olan “Cedel” takip etmektedir.

#### **2800. Euroclear**

Euroclear takas sistemi (Euroclear Clearance System) Aralık 1968 yılında merkezi New York'ta bulunan Morgan Guaranty Trust Company tarafından Brüksel şubesinin bir alt departmanı olarak kurulmuştur (BOWE, 1988, s.133).

1968 yılında Euroclear sisteminin faaliyete geçmesiyle, ellinin üzerinde banka ve tahvil satıcısı kuruluş, sisteme dahil olmaya karar vermiş, bir yıl içinde katılımcı sayısı iki katına ulaşmıştır.

Sistemin kısa sürede bu kadar fazla sayıda üyeye sahip olmasında, üye olan kuruluşlar arasında itibarı ve ekonomik yapısı yüksek olan birçok kuruluşun yer alması önemli rol oynamıştır (GRABBE, 1986, s.299).

Uluslararası piyasanın zamanla genişlemesi ve yeni bir tahvil takas sistemi kuruluşunun (Cedel) ortaya çıkması, Euroclear sistemini hukuksal açıdan bağımsız bir şekil alarak yeni bir yapılanmaya gitmek zorunda bırakmıştır. 1972 yılında İngiliz hukuk mevzuatına bağlı kalarak 120 ortağıyla birlikte aldığı kararla, “Euroclear Clearance System Public Limited Company” adını alarak tamamen bağımsız bir şirket halini almıştır.

1980’li yıllardan önce haftalık işlem hacmi 3 milyon dolar iken, 1980 sonrası günlük işlem hacmi 15 milyon dolar civarına yükselmiştir (BOWE, 1988, s.134). Bu yıllarda işlem hacmiyle doğru orantılı olarak elde ettiği karlar da oldukça yükselmeye başlamış, işlem hacminin genişlemesi, yeni şubeler açılmasını da beraberinde getirmiş, yönetim açısından daha rahat hareket edebilmek amacıyla, 1987 yılında, örgütsel yapısının genişletilmesi amacıyla anonim şirket halini almıştır.

Euroclear takas sistemi, üyeleri arasında “Euclid” (Euroclear Information Distribution) sistemiyle iletişim sağlamaktadır. Sistemin en önemli özelliği, alım satım işlemine konu olan menkul kıymetlerin homojen olduğu ve birbiri yerine kullanılabileceği varsayımdır. (Alım satımı yapılan tahvilin ve teslim edilen tahvilin seri numarası aynı olmak zorunda değildir.) Merkezi New York’ta olması nedeniyle, işlemlerinin büyük bir kısmını dolar birimli işlemler oluşturmaktadır.

### **2801. Cedel**

Euroclear takas sistemine tepki olarak, Avrupalı bankacılar tarafından, 28 Eylül 1970 tarihinde Lüksemburg’da yapılan bir toplantıda, Cedel (Centrade de Livraison de Valeurs Mobilieres) adında yeni bir takas sistemi kurulması ilk kez gündeme gelmiştir.



Cedel takas sistemi, tarafsızlık ilkesi başta olmak üzere bağımsız ve etkin bir takas sistemi olma misyonuyla faaliyetlerine başlamıştır. 69 katılımcı üyesiyle, Lüksemburg hukuki mevzuatına tabi olarak, anonim şirket şeklinde kurulan sistem, faaliyetlerine tam anlamıyla 1971 yılında, Avrupa merkezli işlemlerle başlamıştır. Cedel takas sisteminin gelişmesinde, Avrupalı kuruluşların ve Avrupa merkezli euro tahvil işlemlerinin önemli oranda katkısı olmuştur.

Sistemin en önemli farkı, tahvillerin seri numaralarının bilgisayarda saklanması, ve üyelere ait bilgilerin kaydedilmesidir. Cedel takas sistemi de, Euroclear sistemi gibi üyeleri arasında daha hızlı ve etkin bir iletişim sağlamak amacıyla, 1980 yılında "Cedcom" (Cedel Communication System) isimli sistemi oluşturmuştur.

Her iki sistem de (Euclid ve Cedcom) işlemlerin süratle uygulanmasını, sisteme dışarıdan giriş yapılamamasını, emirlerin sistemde saklanmasını, verilen emirlerin sistem sayesinde takip edilebilmesini ve üyelerinin yaptıkları alım satım işlemlerinin güvenle tamamlanabilmesini sağlamaktadır.

### **2802. Effectengiro**

Effectengiro sistemi Almanya bankaları tarafından, mark para birimi üzerinden düzenlenen euro tahvillerin, kendi oluşturdukları bir sistemde takas edilmesinden doğmuştur (BOWE, 1988, s.136).

Alman euro tahvillerinin ihraç ve alım satım işlemleri genellikle Alman bankaları tarafından yapılmıştır. Bu bankalar ellerinde bulunan menkul kıymetleri Kassenverein adındaki yerel bankada tutmayı tercih etmişlerdir. Bu bankaların takas işlemleri için de aynı sistemi kullanmakta olmaları, merkezi farklı bir Effectengiro takas sisteminin oluşmasına neden olmuştur (GRABBE, 1986, s.299).

Euroclear ve Cedel karşısında teknolojik altyapı ve üye sayısı açısından oldukça geride kalan bu sisteme, Alman kuruluşlar dışında pek rağbet eden olmamıştır.

## 281. Tahvil Takas Kuruluşlarının Özellikleri

Euroclear ve Cedel, faaliyetleri dolayısıyla geniş bir menkul kıymet portföyüne sahip olmak zorundadırlar. Takas işlemlerinin zamanında yerine getirilebilmesi amacıyla her iki kuruluş da portföylerini olabildiğince geniş tutmakta, her türlü tahvile ve hisse senedine portföylerinde yer vermektedirler. Ancak Cedel menkul kıymet portföyü, Euroclear sistemine göre biraz daha dar kapsamlıdır.

Euroclear menkul kıymet portföyü dahilinde, düzenlendiği para birimi fark etmeksizin tüm euro tahviller, yabancı tahviller ve uluslararası özellikler taşıyan hisse senetleri bulunmaktadır. Euroclear sisteminin uluslararası alanda işlem gören menkul kıymetlere yönelik hizmet vermesi, hem üye sayısının, hem de müşteri sayısının özellikle kuruluş yıllarında dikkat çekecek ölçüde artmasını sağlamıştır.

Cedel ise menkul kıymet portföyüne sadece euro tahvil türlerini dahil etmiş, işlemlerini yalnızca euro tahvil takasları ile sınırlandırmıştır. Cedel sisteminin faaliyette bulunduğu menkul kıymet türlerini, sabit veya değişken faizli euro tahviller, hisse senediyle değiştirilebilir euro tahviller gibi euro tahvil türleri başta olmak üzere nadiren de olsa yabancı tahviller olarak sıralamak mümkündür.

Her iki sisteme üye olan kuruluşlar genellikle bankalar, finansal kuruluşlar, finansal aracı kuruluşlar, ve sigorta şirketlerinden oluşmaktadır. Sistemin üyeleri dünyanın çeşitli bölgelerinden katılmaktadırlar. Euroclear üyesi kuruluşlar genellikle Amerika, İngiltere, Asya ve Ortadoğu finans merkezlerindeki finansal kuruluşlardır. Cedel üyesi kuruluşlar ise Almanya, Fransa, İtalya, Lüksemburg gibi merkezlerden katılan Avrupa finans kuruluşlarıdır.

Günümüzde Euroclear ve Cedel sistemlerinin 5500 civarında üyesi bulunmaktadır. Her iki sistem birbirine rakip gibi görünse de, iletişim altyapısı, teknolojik altyapı ve stratejik kararlar gibi pek çok alanda ortaklığa gittikleri görülebilmektedir. Piyasalarda işlem yapan finans kuruluşlarının birçoğunun her iki sisteme birden üye olma yoluna gittikleri de görülmektedir.

1972 yılında Euroclear ve Cedel takas sistemleri, aralarında yaptıkları bir anlaşmayla iki sistem arasında menkul kıymet ve nakit transferine imkan vermişlerdir. İki sistem arasında ortaya çıkan bu olumlu gelişme, 1980 yılında iki sistem arasında kurulan elektronik haberleşme ağı “Electronic Bridge Project” ile güçlendirilmiştir.

Bu proje sayesinde, her iki takas sistemi kuruluşun tüm nakit ve menkul kıymet transferlerinde, adeta tek bir takas merkezi gibi işlem yapılmaya başlanmıştır. Böylece transferlerde yaşanan gecikme ve teslimatta yaşanan sorunlar ortadan kalkmış, takas işlemlerinde yaşanan olumsuzluklar büyük ölçüde giderilmiştir.

Takas sistemlerinin üyelerine sunduğu hizmetlerin başında, menkul kıymetlerin saklanması ve korunması gelmektedir. Euroclear ve Cedel, menkul kıymet saklama hizmetini, uluslararası finansal merkezlerde bulunan ve menkul kıymet kabul etme yetkisi bulunan seçilmiş bankalar aracılığıyla gerçekleştirmektedirler. Bazen her iki kuruluş da menkul kıymet saklama hizmeti için aynı bankaları kullanmaktadırlar.

Sistemin üyelere sunduğu hizmetlerden biri de, alım satım işlemine konu olan menkul kıymetin ve gerekli nakit miktarının transferinin gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

Alım satım işleminin tamamlandığı günden (Trade Day), takas işleminin tamamlanacağı güne (Settlement Day) kadar geçen süre zarfında (genellikle 7 gün) alıcı ile satıcı arasındaki işlemler tamamlanarak, takas sistemine nakit miktarı ve menkul kıymet teslim edilmektedir. Takas sistemi tarafından gerekli kontroller yapıldıktan sonra tarafların talimatları doğrultusunda transfer işlemleri gerçekleştirilmektedir.

Menkul kıymetler ve cari hesaplar arasında yapılan eşzamanlı değişimler, Cedel ve Euroclear takas sistemlerinin fonksiyonlarının etkin ve seri bir şekilde işleyebilmesi için kaçınılmazdır. Sistemler, cari hesaplar ve menkul kıymetler arasındaki eşzamanlı değişimi olabildiğince hızlı ve güvenli bir şekilde gerçekleştirerek etkin bir dengeleme mekanizmasının oluşmasını sağlarlar.

Takas sistemi kuruluşları, sistemin kabul ettiği tüm para türleri üzerinden sisteme üye finansal kuruluşlara borç verme hizmeti de sunmaktadırlar. Sistem üyesi kuruluşların satın

aldığı menkul kıymetlerin bedelini ödeyememesi durumunda, sisteme yapacağı başvuru sonrasında gerekli kaynağı sağlayabilmektedir. Borç alınan miktarın büyüklüğü ve süresi, borçlanan kuruluşun kredibilitesine göre değişmektedir.

Euroclear sistemi, kendi üyesi olan kuruluşlara Morgan Guaranty aracılığıyla oldukça kolay ve hızlı bir şekilde fon sağlayabilmektedir. Cedel üyesi kuruluşlar ise bu kadar hızlı bir şekilde kaynak elde edememektedirler. Cedel sistemi, üyeleri ile menkul kıymet rehini karşılığında borç alabilecekleri bankalar arasında aracılık yapmakta, bazen üyelerinin bu bankalardan borç alabilmeleri için yardımcı olmaktadır.

Euroclear takas sisteminde Morgan Guaranty garantör taraf olmakta, Cedel takas sisteminde ise Citibank tarafından yönetilen bir bankalar konsorsiyumu garantörlük görevini üstlenmektedir.

## **29. Tahvil Derecelendirme Sistemi**

Euro tahvil piyasalarında ihracı gerçekleştirilecek tahvillerin kredi değerliğinin belirlenebilmesi ve yatırımcıların bu konuda bilgilendirilebilmesi amacı, tahvillerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından incelenmesi ve kredi derecelerinin belirlenmesi ihtiyacını doğurmuş, zaman içinde tahvillerin derecelendirilmesini gerçekleştiren kuruluşlar ve derecelendirme kriterleri ortaya çıkmıştır.

### **290. Derecelendirmenin Tanımı ve Amacı**

Tahvillerin derecelendirmesi işlemi (bond rating), menkul kıymetlerin faizinin ve anapara geri ödemelerinin zamanında tamamlanabilme gücünün ölçülmesi işlemidir. Diğer bir ifadeyle, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapıldığı takdirde, yatırımcının üstlendiği riskin bulunmasına yönelik bir çalışmadır.

Derecelendirme sonucu elde edilen kredi notları, hem yatırımcılar için hem de borçlanıcılar için oldukça önemlidir. Borçlanıcı kuruluşlar, kaynak sağlamak istediklerinde eğer yüksek bir kredi notuna sahiplerse, düşük maliyetle kaynak sağlayabilecekler; düşük

bir kredi notuna sahiplerse, piyasa şartlarına göre oldukça yüksek maliyetlerle kaynak sağlayabilme imkanı bulacaklardır.

Kredi notlarının yatırımcılar açısından önemi, yatırım yaptıkları menkul kıymetlerin güvenilirliğinin bir göstergesi olmasıdır. Tahvillere yatırım yapan kuruluşlar çoğunlukla kurumsal yatırımcılar olduğundan (sigorta şirketleri, bankalar gibi), bu kuruluşlar için faiz ve anapara geri ödemeleri büyük önem taşımaktadır. Yatırımcılar kredi notları sayesinde yatırım yaptıkları menkul kıymetlerin güvenilirlik derecesini öğrenebilmekte ve yatırımlarını bu kredi notları doğrultusunda yapabilmektedir.

Büyük kurumsal yatırımcılar, genellikle şirketleri bünyesinde kredi analiz departmanı oluşturarak çeşitli kuruluşların ihraç ettikleri tahvilleri kredibilite ve güvenilirlik açısından değerlendirirler. Kredi analizi için ayrı bir departman ve uzman kadro oluşturmanın bu şirketlere yüklediği ekstra maliyet nedeniyle, ayrı bir analiz departmanı olmayan kurumsal yatırımcılar için yatırım kararlarında kredi notları önemli bir rol oynamaktadır. Ayrı bir analiz departmanı olan yatırımcılar için de kredi notları dikkate alınması kaçınılmaz faktörlerdendir.

Bireysel yatırımcılar için ise başvurulabilecek en önemli kaynak, kredi derecelendirme şirketlerinin verdiği kredi notları ve az da olsa kendi yaptıkları araştırmalardır. Ancak kendi yapacakları araştırmalar deneyim ve uzmanlık gerektirdiğinden elde edilen sonuçlar gerçeği yansıtmayabilir. Bireysel yatırımcılar, yapılacak araştırmanın yeni maliyetler yüklemesi nedeniyle genellikle bu tür araştırmalar yerine kredi notlarına itibar etme yoluna gitmektedirler (EITEMAN-STONEHILL-MOFETT, 2001, s.376).

## **291. Derecelendirmenin Tarihi**

Tahvillerin derecelendirmesi işleminin 1900'li yılların öncesinde başladığı kabul edilmektedir. Bu yıllarda yapılan tahvil derecelendirme işlemleri sürekli olmamakla birlikte yaygınlığı ve itibarı günümüzdeki gibi yüksek değildir.

İlk derecelendirme şirketi, 1909 yılında John Moody tarafından New York'ta kurulan Moody's Investor Service olarak bilinmektedir. Moody's şirketinin ilk derecelendirme

uygulaması, demiryolu şirketlerinin sabit faizli tahvilleri üzerinde yaptığı derecelendirme çalışmasıdır.

Moody's şirketinin 1919 yılında uygulamaya başladığı Aaa seviyesinden başlayan dokuz kredi derecesi, bugün de değişik şekillerle diğer kredi kuruluşları tarafından kullanılmaktadır. Moody's yatırımcılara tahvil çıkaran kuruluşlarla ilgili görüşlerini ve kredi derecelerini "Bond Survey" isimli yayınıyla duyurmaktadır.

Bu dönemlerde John Fitch, tahvil ihraç eden kuruluşlarla ilgili kendi hazırladığı kredi analizlerini yayınlamıştır. Bu yayınlar da tahvil yatırımcılarına, borçlanıcı kuruluşlar hakkında bilgi vermiş, yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olmuştur. John Fitch 1923 yılında kendi derecelendirme sistemini oluşturarak, Moody's derecelendirmesine benzeyen kredi notlarını kullanmaya başlamıştır. Fitch kendi derecelendirme şirketini kurduktan sonra, tahvil ihraç eden kuruluşlarla ilgili notları "Fitch Bond Book" isimli sürekli yayımla duyurmaya başlamıştır.

Geçmiş 1900'lü yılların başlangıcına kadar uzanan Standard Statistics firması, 1941 yılında Poor' Publishing Company ile birleşerek bugünkü Standard and Poor's Corporation halini almıştır. 1960 sonrası Fitch derecelendirme sistemini kullandığı kredi notlarını, kendi derecelendirmelerinde kullanmaya başlamıştır (BOWE, 1988, s.107).

Standard and Poor's derecelendirme kuruluşu, yatırımcılara ihraç edilen menkul kıymetler hakkındaki detaylı bilgileri Stock Reports, Bond Guide ve Stock Guide gibi yayınlarla sunmaktadır.

Uluslararası finansal piyasaların büyümesi ve yaygınlaşmasıyla birlikte tahvillerin derecelendirilmesinin önemi daha da artmıştır. Birçok ülkenin uluslararası piyasalara girişi de, farklı ülkelerde yeni derecelendirme sistemlerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır.

1970'lerde Japonya'da Japan Credit Rating Agency (JCR), Nippon Investor Service, Amerika'da Mc Carty Rating, Kanada'da Canadian Bank Rating Service kurulmuş, 1980'li yıllarda İngiltere'de Euro Rating Information Company, Güney Kore'de Korea Business Research Information faaliyete geçmiştir. Bu kuruluşların bazıları günümüzde de

faaliyetine devam etmekteyken, bazıları büyük şirketlere katılma yoluna gitmiş, bazıları da faaliyetlerine son vermiştir.

## 292. Derecelendirme İşlemi ve Kredi Notları

Piyasaya yeni tahvil ihracı yapıldığında, derecelendirme şirketleri tarafından görevlendirilen, profesyonel analistlerden oluşan bir ekip, tahvili çıkaran kuruluşa ait finansal tablolar ve diğer verileri inceleyerek kredi değerliliği ve güvenilirliği belirlenmektedir. Bunun dışında, menkul kıymetlerinin derecelendirilerek kendisine kredi notu verilmesini isteyen bir kuruluş, bir derecelendirme kuruluşuyla anlaşma yaparak kredi değerliliğini öğrenebilir.

Hemen hemen bütün derecelendirme şirketleri, bir kuruluşa kredi notu verirken, kuruluşun bütün verilerini inceler. Elde edilen sonuçlar sonucu verilecek kredi derecesi, kuruluşun kendisi ve bulunduğu ülke dikkate alınarak bir kredi notu verilir. Eğer derecelendirmesi yapılan kuruluş, kendi isteğiyle başvurarak, kendisine bir kredi notu verilmesini istemiş ise, verilen kredi notu kamuoyuna açıklanmaz. Bazı derecelendirme kuruluşlarının verdikleri rating notları ve anlamları Tablo 3'te görülmektedir.

Derecelendirme işleminde amaçlanan, borçlanmak isteyen kamu ya da özel sektör kuruluşunun yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği olduğundan, bütün kredi derecelendirme kuruluşları, kredi değerliliğinin ölçülmesinde hemen hemen aynı yöntemleri uygulamaktadırlar. Derecelendirme işlemlerinde dikkate alınan faktörler, derecelendirme işleminin bir kuruluş için yapılmasında veya bir ülke için yapılmasında farklılıklar göstermektedir.

Derecelendirme işlemi eğer ticari bir kuruluşun tahvilleri için yapılıyor ise, derecelendirme kuruluşunun analize tabi tuttuğu kriterlerin başında, şirketin içinde bulunduğu sektörün ulusal ekonomi içindeki yeri, büyüme kapasitesi, diğer sektörlerde yaşanacak olumsuzluklardan veya ülke ekonomisinin karşılaştığı sorunlardan etkilenme derecesi incelenir. Sektörde yaşanacak olumsuzlukların ülke ekonomisini etkileme derecesi de analizin bir parçasını oluşturmaktadır.

Şirketin içinde bulunduğu piyasadaki yeri, piyasa içindeki yüzdelik payı ve bu konumunu ileride büyütebileceği veya küçültebileceği olasılıkları, şirketin ileriye dönük harcamaları ve yatırımları, sektörde yaşanan gelişmeler ve şirkete karşı hükümet kuruluşlarının olumlu veya olumsuz tutumları gibi konular da derecelendirme şirketleri tarafından incelenmektedir. Firmanın sermaye yapısı, aktiflerin oluşumu, borçları ve öz kaynakları, borçların vadeleri ve dönen ve duran varlıklarla uyumu, firmanın borçlanma kapasitesi, varlıkların yönetimi, mali tabloların incelenmesi sonucu elde edilen bulgular, firmanın nakit akımları ve varlıkların likiditesi gibi finansal veriler, şirketlerin derecelendirmesinde önemli rol oynamaktadır.

Firmanın ekonomik gelişmeler karşısında gösterebileceği finansal esneklik, kısa vadeli borç kaynaklarını yeterliliği, firmanın ortaklık yapısı ve ortakları, firmanın içinde bulunduğu sektörün borçlanma oranları ve borç/öz kaynak yapıları, derecelendirme kuruluşlarının dikkate aldığı faktörlerdir. Firmanın yönetim kadrosu, yöneticilerin geçmişte yaptıkları olumlu ve olumsuz faaliyetler, yöneticilerin piyasadaki konumu, firmanın finansal politikaları ve yönetim kadrosunun güvenilirliği de analizin bir parçasını oluşturmaktadır.

Firmanın derecelendirme işleminin başarıyla sonuçlanabilmesi ve sonuçların, firmanın konumunu tam olarak temsil edebilmesinde firmaya düşen en büyük görev, derecelendirme şirketinin incelemelerde bulunacağı verilerin tamamının temin edilmesi ve bu belgelerin gerçeği yansıtmaya olmasıdır. Derecelendirme şirketinin, belgelerin doğruluğunu araştırmak gibi bir görevi olmadığından belgelerin güvenilirliğinin sağlanması firmaya düşmektedir. Belgelerde gerçek olmayan bilgilere rastlanması durumunda veya derecelendirme için gerekli belgelerin zamanında ve tam olarak teslim edilememesi durumunda derecelendirme işlemine son verilebilmekte ve cezai işlemler uygulanabilmektedir.

Derecelendirme işleminin bir ülke için yapılması durumunda ise, derecelendirmesi yapılan ülkenin hükümet yönetimi, ülkenin ekonomik yapısı, toplam nüfus içinde çalışanların sayısı, ülkenin dış borçları, dış borçları ödeme gücü, ekonomideki istikrar, enflasyon oranları, büyüme oranları, ülkenin sanayileşme oranı, ülke ekonomisinin dış rekabetteki konumu, hükümet organlarının işleyişi, yönetimin beklenmedik durumlara



karşı alabilecekleri önlemler ve verecekleri kararlar analizde dikkate alınan belli başlı kriterlerdir.

**Tablo : 3**

**Derecelendirme Kuruluşlarınca Verilen Rating Notları ve Bu Notların Anlamları**

Derecelendirme kuruluşları ve verdikleri kredi notları.		Verilen kedi notunun geri ödenme kapasitesi ve yatırım yapılabilme açısından anlamı.
S&P, FITCH, JCR, DCR	Moody's	
AAA	Aaa	En yüksek kalitede tahvillerdir. Faiz ve anapara geri ödeme gücü oldukça yüksektir, yatırım riski hiç yok gibidir.
AA+, AA, AA-	Aa1, Aa2, Aa3	Faiz ve anapara geri ödeme gücü AAA derecesi kadar yüksek olmakla birlikte, çok az bir yatırım riski vardır.
A+, A, A-	A1, A2, A3	Ödeme açısından üst sınıf tahvillere benzemekle birlikte ekonomik koşullardan etkilenme derecesi yüksektir.
BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	Orta derecede güvenli tahvillerdir. Uzun vadede spekülasyon özellik taşırlar. Ekonomik ve siyasal değişimlere daha duyarlıdır.
BB+, BB, BB-	Ba1, Ba2, Ba3	En düşük spekülasyon özellikli tahvillerdir. Bu tahvillerin en önemli özelliği, gelecekle ilgili belirsizlikler barındırmasıdır.
B+, B, B-	B1, B2, B3	Spekülasyon tahvilleridir. Faiz ve anapara geri ödemeleri, uzun vadede oldukça risklidir. Yatırım için tercih edilmezler.
CCC+, CCC, CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	Güvenilirliği oldukça düşüktür. Faiz ve anapara geri ödemelerinin yerine getirilmeme riski kuvvetlidir.
CC+, CC, CC-	Ca	Tamamen spekülasyon tahvilleridir. Anapara ve faiz ödemelerinin yerine getirilme ihtimali hiç yok gibidir.
C, (D)	C	En yüksek riski içeren, en düşük kaliteli tahvillerdir. Bu tahviller yatırımcılar açısından herhangi bir önem taşımazlar.

Kaynak: SUNALI-USMAN, 2002, s.49.

Derecelendirme şirketleri tarafından verilen kredi notları AAA (Aaa) derecesiyle D (veya C) derecesi arasında değişmektedir (Tablo 3). Bu sınıflandırmaya göre tahviller, yatırım sınıfı (investment grade) tahviller ve spekülâtif (junk) tahviller olarak ikiye ayrılırlar.

### **293. Kredi Notlarının Piyasalara Etkisi**

Yatırımcılar, herhangi bir tahvile yatırım yapmadan önce, yatırım yapacakları tahvil ve çıkaran kuruluş hakkında bilgi edinmektedirler. Yatırımcıların kendi yapacakları bir araştırmanın zor ve maliyetli olması nedeniyle, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen rating notları, yatırımcıların tahviller ve şirketler hakkında bilgi sağlayabileceği en önemli kaynak olmaktadır.

Tahvillere verilen notlar içinde, AAA (Aaa) seviyesinden BBB- (Baa3) seviyesine kadar olan rating notları, bu tahvillerin yatırım için uygun olduğunu belirtmektedir. Bu tür tahvillere yatırım sınıfı tahviller adı verilmektedir. Yatırım sınıfı tahviller, düşük kredi notu almış tahvillere göre daha düşük getiri oranına sahiptirler. Bunun nedeni içerdiği risk oranının düşük olması veya hiç olmamasıdır.

Bu seviyenin altında not verilen tahviller ise riskli fakat yüksek verimli tahvillerdir. Yatırımcılar tarafından, daha fazla getiri sağladıklarından dolayı, tercih edilen bu tahvillere yatırım yapmanın en iyi yolu iyi bir portföy çeşitlendirmesidir. Portföy çeşitlendirmesi ile yüksek verimli tahvillerden oluşturulan çeşitlendirilmiş bir portföyle risk minimum düzeye indirilerek, yüksek miktarlarda getiri elde edilebilmektedir.

Düşük notlu tahvilleri ihraç eden kuruluşlar, genellikle belediye kuruluşları ve birleşme veya satın alınma işlemi sonucu yönetim değişikliği yaşamış şirketlerdir. İhtiyaç duydukları yüksek miktarda fonları, düşük kredi notlu, büyük miktarlarda tahvil ihraçlarıyla sağlayarak yüksek kredi notlu tahvil ihraçlarından elde edebileceklerinden çok daha fazla miktarda kaynak sağlayabilmektedirler.

Yatırım sınıfı tahviller, özellikle sigorta şirketleri ve emeklilik kuruluşları gibi kuruluşlar tarafından tercih edilmektedirler. Spekülâtif tahviller ise uzmanlaşmış

yatırımcılar ve yüksek getiri elde etme amacıyla piyasada işlem yapan yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Derecelendirme kuruluşları, verdikleri kredi notlarını, yaşanan değişiklikler ve gelişmeler doğrultusunda artırabilmekte, düşürebilmekte veya aynı bırakabilmektedirler. Yeniden derecelendirme işlemi, derecelendirilen kuruluşun isteği doğrultusunda, yatırım bankalarından gelen talep doğrultusunda veya şirket bünyesinde yaşanan gelişmeler doğrultusunda yapmaktadırlar. Yeniden derecelendirme süreci, ilk derecelendirme sürecine benzemekle birlikte, yeniden derecelendirmeye neden olan etkenler daha ağırlıklı olarak analiz edilmektedirler.

Verilen notlarda yaşanabilecek bir değişim, sermaye maliyetini ve borçlanabilme kapasitesini olumlu veya olumsuz yönde değiştirmektedir. Bu yüzden, kredi notunda değişiklik olan kuruluşlar, yeni kredi derecesiyle finans piyasalarından borçlanmak istediklerinde, daha yüksek veya düşük faizle kaynak sağlayabileceklerdir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. TÜRK EURO TAHVİLLERİ

Uluslararası sermaye piyasaları, uzun vadeli kaynak ihtiyacı olan şirketler ve devletler için, ülke içindeki fonların yetersiz olduğu durumlarda, en elverişli finansman kaynakları durumundadır. Finanse edilebilmesi için, ülke içinden elde edilebilecek finansman kaynaklarına göre oldukça büyük miktarlarda kaynak ve daha uzun vadeler gerektiren devlet yatırımlarının finanse edilebilmesi, uluslararası sermaye piyasalarından uygun koşullarda sağlanabilecek fonlarla mümkün olmaktadır.

Ülke içinden sağlanabilecek kaynakların, büyük miktarlarda fon ihtiyacı karşısında yetersiz kaldığı ülkeler gibi, Türkiye Hazinesi de uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla, uluslararası sermaye piyasalarından kaynak sağlama yoluna sık sık başvurmuştur. Özellikle 1980 sonrası yapılan, yabancı piyasalardan borçlanabilme ile ilgili düzenlemelerle ve uluslararası finansal piyasaların gelişmekte olan ülkeler için cazip bir finansman kaynağı haline gelmesiyle, ülkemiz de uzun vadeli finansman gereksinimini yabancı tahvil ve euro tahvil ihraçları ile bu piyasalardan karşılama yoluna gitmiştir.

#### 30. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Finansal Piyasalar

Gelişmekte olan ülkeler, emek ve doğal kaynak bakımından yeterliliğe sahip olan, ancak sermaye miktarının diğer kaynaklara oranla oldukça kısıtlı miktarda bulunmasından dolayı, yeterli düzeyde ekonomik gelişme seviyesine ulaşamamış ülkelerdir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansman kaynakları geleneksel ve alternatif finansman kaynaklarından oluşmaktadır. Geleneksel finansman kaynakları; uluslararası çok taraflı mali kurumların finansmanları, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka finansmanlarını kapsarken, alternatif finans kaynakları da tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içerisine almaktadır (BAL, 1994, s.10). Türkiye'nin uluslararası

piyasalardan sağlayabildiği geleneksel finansman kaynaklarının başında, hükümet kredileri, Dünya Bankası kredileri ve uluslararası finans kuruluşlarından sağlanan fon kaynakları gelmektedir (ERDEN, 1993, s.36).

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sürecine girebilmeleri ve mevcut kaynaklarını kullanabilmeleri için, ihtiyaç duydukları sermayeyi elde edebilecekleri iki yol vardır. Bu ülkeler yeterli sermayeyi ya iç tasarruflarla sağlayabilirler ya da ülke dışı kaynaklardan ve uluslararası finansal piyasalardan borçlanmak suretiyle elde edebilirler. İç tasarruflar yoluyla kaynak sağlama yoluna gitmek, zaten sermaye yetersizliği bulunan bir ülkede oldukça zordur. Bu nedenle, uluslararası sermaye piyasaları sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler için en iyi kaynak durumundadır.

Dünya ekonomisinde 1980’li yıllarda ortaya çıkan krizin etkisinin ortadan kalkmasıyla gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalardan kaynak sağlama yoluna gitmiş, yaşanan krizin etkisiyle kaynak ihtiyacı duyan birçok ülke uluslararası finans piyasalarında kendini göstermiştir. Bu nedenle 1980’li yıllarda uluslararası finans piyasalarından sağlanan kaynak miktarında ve piyasanın işlem hacminde hızlı bir artış görülmüştür.

Uluslararası finans piyasalarında 1980 sonrası yaşanan bu artışın ve uluslararası finansal piyasaların gelişmekte olan ülkeler açısından önem kazanmasının temel nedenleri şunlardır (AKYÜZ, 1993, s.11):

- a. Uluslararası finans piyasalarında, piyasa katılımcılarına ilişkin düzenlemelerde liberalleşme sağlanması,
- b. Ülkelerin globalleşmesini engelleyen vergi ve benzeri düzenlemelerin, hükümetler tarafından ortadan kaldırılması,
- c. Yeni finansal enstrümanların hızla gelişmesi,
- d. Kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve portföy çeşitlendirmesinin giderek artan bir şekilde önem kazanması,

e. Finansman ihtiyaçlarının bütütmesi ve ulusal piyasaların yetersiz hale gelmesi,

f. Haberleşme ve bilgisayar teknolojisinde yaşanan gelişmeler.

### **300. Gelişmekte Olan Ülkelerin Borçlanma Nedenleri**

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan borç kaynak sağlama yoluna gitmelerinin en önemli nedenleri; tasarruf yetersizliği ve dış ticaret açıklarıdır. Bu ülkeleri borçlanmaya iten temel neden ise ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesidir.

Ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesi, gelişmiş ülkelerden ihtiyaç duyulan üretim faktörlerinin sağlanabilmesine bağlıdır. Ülkeler arasında üretim faktörlerinin transferi ise doğal kaynakların transferi, emek transferi ve sermaye transferleriyle gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin temel özelliği olan emek ve doğal kaynak yeterliliği, buna rağmen sermaye kaynaklarının yeterli olmaması, bu ülkelerin asıl ihtiyaç duyduğu kaynağın sermaye olduğunu göstermektedir.

Uluslararası finans piyasalarının yaygınlık kazanması ve özellikleri birbirinden farklı, ihtiyaca uygun yeni finansal enstrümanların kullanılmaya başlaması, gelişmekte olan ülkelerin bu piyasalara olan ilgisini artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası finansal piyasalardan kaynak sağlayabilme imkanları 1980'den önce, borç krizi yıllarına kadar gelişme göstermekle birlikte, petrol kriziyle ortaya çıkan 1980'li yılların olumsuz koşulları bu ülkelerin uluslararası finans piyasalarına girmelerini zorlaştırmıştır.

Bu dönemlerde ulusal ekonomilerinde yaşanan ekonomik düzensizlikler, uluslararası finansal piyasalarda da durgunluk yaşanmasına yol açmıştır. Ancak krizin en yoğun yaşandığı dönemlerde bile, birçok ülke için uluslararası finans kaynaklarına girmek çok zor iken, gelişmekte olan ülkelerden uluslararası finansal piyasalara başarıyla menkul kıymet ihraçları gerçekleştirilebilmiştir.

Bu dönemde finansal piyasalardan kaynak sağlayama yoluna giden ülkelerden bazıları uluslararası piyasalardan finans ihtiyacını karşılamakta başarı göstermekte iken, bazıları oldukça başarısız sonuçlar elde etmişlerdir. Uluslararası finansal piyasalardan kaynak

sağlama yoluna giden ve bu konuda başarı sağlayan ülkelerin temel özellikleri şunlardır (FEDDER-MUKHAJERE, 1992, s.100):

a. Ekonomilerinde büyük oranda liberalleşme sağlanmıştır veya sağlanma yolunda önemli adımlar atılmaktadır. Yapısal kurumlarda serbestlik önemli oranda gelişmiştir.

b. Özel sektörün ekonomideki önemli yerini görerek, gelişmesi yolunda önemli düzenlemeler yapan ülkelerdir.

c. Yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleşmesini sağlayabilmek amacıyla gerekli görülen tüm düzenlemeleri hayata geçiren ülkelerdir.

d. Cari işlemler dengesini kurabilen veya önemli ölçüde iyileştirebilen, mali açıklarını kapatabilme kapasitesi olan ülkelerdir.

e. Politik istikrara sahip olan ve bu istikrarı sürdürebilme ve geliştirebilme yeteneğine sahip olan ülkelerdir.

### **301. Gelişmekte Olan Ülkelere Yapılan Yatırımlar**

Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılmasının en önemli nedeni, bu ülkelere yapılan yatırımların risk derecesinin ve buna bağlı olarak, bu ülkelerde yapılan yatırımlarının getiri potansiyelinin oldukça yüksek olmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerin hükümet politikalarını, ekonomik gelişmelerini yakından izleyen yatırımcılar, "sıcak para" adı verilen fonlarıyla, yatırımlarını bir ülkeden başka bir ülkeye büyük bir hızla taşıyabilmekte ve kendileri için risk ve getiri açısından uygun gördükleri ülkelere yatırım yapmaktadırlar. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yükseliş eğiliminde olması ve bu ülke şirketlerinin yüksek kar elde etme kapasiteleri, amacı yüksek getiri elde etmek olan yatırımcıların ilgisini bu ülkelere çekmektedir (DOĞUKANLI, 1996, s.70).

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların başlıcaları, ülke fonları, yatırım fonları, ilgili ülkenin yurtdışındaki vatandaşları, uzun dönemde istikrara bağlı olarak yatırım yapan emeklilik şirketleri, hayat sigortası kuruluşları ve uzun dönemde yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan euro tahvil yatırımcıları tarafından yapılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlar, portföy çeşitlendirmesi için çeşitlendirme amacıyla da uyumaktadır. Bu piyasalarda değişkenlik ve risk oranının yüksek olması ve gelişmiş ülke piyasalarıyla korelasyonlarının düşük olması, portföy çeşitlendirme amacıyla yatırımcıların ilgisini çekmiştir (DOĞUKANLI, 1996, s.71).

### **31. Türkiye'nin Uluslararası Finansal Piyasalarla İlişkilerini Düzenleyen Kurallar**

Türkiye'de uluslararası finans piyasalarıyla ilişkiler, 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu çerçevesinde ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çerçevesinde düzenlenmiş, uluslararası piyasalardan borç kaynak sağlanabilmesi ve uluslararası piyasalarda yatırım yapılabilmesi, bu kanunlara ve ilgili düzenlemelere göre yapılmıştır.

Türkiye'ye yabancı sermaye girişi ve dış borç alımı, 1954 yılında yürürlüğe giren 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun 1. maddesi ile düzenlenmiş, buna göre uluslararası piyasalardan sağlanan fonların bir tekel oluşumuna neden olmaması, ülke ekonomisine yaralı olması, tüm Türk özel kesimine açık bir faaliyet alanında kullanılması öngörülmüştür. Bu düzenlemeyle, uluslararası piyasalardan ve yabancı ülkelere yabancı sermaye getirilmesi ve dış borç alımı, Devlet Planlama Teşkilatı'nın iznine ve Bakanlar Kurulu'nun onayına bağlanmıştır. Ayrıca, ülke dışından sağlanan 1 milyar Türk Lirası'na kadar olan kredilerin faiz ve anapara geri transferlerinde, Maliye Bakanlığı'nın garantör olabilmesi de sağlanmıştır.

1954 düzenlemeleriyle Devlet Planlama Teşkilatı'nın ve Bakanlar Kurulu'nun iznine bağlanan yabancı sermaye girişi, Bakanlar Kurulu'nun 1962 yılında aldığı 6/763 sayılı karar ve 17 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar'a göre Maliye Bakanlığı'na verilmiştir. Yeni düzenlemeye göre, yurt dışından sağlanacak kısa veya uzun



vadeli borçlanmaların vadeleri, geri ödemeleri, taksitleri, ödeme şartları gibi konular Maliye Bakanlığı'nın iznine tabi tutulmuştur.

Bakanlar Kurulu 1963 yılında 17 sayılı karar ile ilgili bir takım kararlar almıştır. Bu kararlar ile dış krediler ve yabancı sermayenin alımı ve kullanımı ile ilgili kriterler belirlenerek uygulamaya konmuştur. Ancak bu kararlar Bakanlar Kurulu'nun 2.11.1972 tarihinde aldığı karar ile yürürlükten kaldırılarak, "Özel Dış Krediler ve Faiz Eşitleme Fonu Kararları" ile yeniden düzenlenmiştir. Alınan bu kararlar ile, Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti'nin yabancı hükümetlerden, millî ve milletlerarası kuruluşlardan sağladığı krediler dışında, özel sektör ve kamu sektörünün kendi imkanları ile, projelerinin finansmanı için, Türkiye'deki aracı bankalar vasıtasıyla sağladıkları özel dış kredilerin kullanımı bu kararname hükümlerine bağlanmıştır.

Özel dış kredilerin kullanılması için izni verilmesi ve izin alınabilmesinde aranan şartlar da, Maliye Bakanlığı'nın yetkisine bırakılmıştır. Dış krediler için devlet garantisi verilmeyeceği, ancak dış borcun karşılığı olarak transfer garantisinin Maliye Bakanlığı tarafından verilebileceği de 1972 tarihli kararlarda belirtilmiştir.

24 Ocak 1980 tarihinden sonra devlet politikasında yaşanan değişikliklerle, 1980 öncesi politikaların tersine dışa açık ekonomik büyüme ön planda tutulmuştur. 28 Aralık 1983 tarihinde alınan kararla 17 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar ve ekleri yürürlükten kaldırılarak, 83/7541 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile 28 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar yürürlüğe girmiştir.

28 sayılı karar ile Merkez Bankası'na ve diğer özel ve kamu bankalarına dış borç sağlayabilmelerinde ve kullanımlarında önemli ölçüde serbestlik tanınmıştır. Bu kararlar, bankaların yanında kişi ve kuruluşlara da uluslararası ilişkilerde serbestlik sağlayan düzenlemeler getirmiş ve uluslararası finansal ilişkilerde yaşanan kısıtlanmalar ve prosedürler azaltılmaya çalışılmıştır.

11 Ağustos 1989 tarihinde 28 sayılı karar, özü korunmakla birlikte, yerini 32 sayılı karara bırakmıştır. Bakanlar Kurulu'nun 89/14391 sayılı kararı ile, 32 sayılı Türk Parası

Kıymetini Koruma Hakkında Karar yürürlüğe konarak, yabancı piyasalar ve ülkeler ile ilgili faaliyetler bu karara göre yürütülmüştür.

32 sayılı kararın 12. maddesi ile yurtdışından gelecek yabancı sermaye ile ilgili düzenlemeler belirlenmiştir. Bu maddeyle, dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye’de şirket kurmak, mevcut şirketlere veya yeni kurulacak şirketlere iştirak etmek ve şube açmak suretiyle yatırım yapabilmeleri ve her türlü mal veya hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunabilmeleri ile irtibat bürosu açabilmeleri, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu’na göre gerekli izinlerin alınması ve verilen izin dahilinde faaliyette bulunulması şartıyla, serbest bırakılmıştır.

Kararın 13. maddesi ile de, yurtdışına gidecek yerli sermaye ilgili hükümler belirlenmiştir. Yeni düzenlemelere göre, Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında veya Türkiye’deki serbest bölgelerde yatırım yapmak veya faaliyette bulunmak üzere şirket kurmaları, ortaklığa katılmaları veya şube açmaları için gerekli nakit miktarı için sınırlama getirilmiş, bu sınırı aşan sermaye hareketleri için bakanlık tarafından verilecek izin zorunlu hale getirilmiştir.

32 sayılı kararın 15. maddesi de menkul kıymetlerin yurtdışına giriş ve çıkışlarına bir düzenleme getirmiştir. Yeni düzenlemelerle yürürlüğe giren, menkul kıymetler ile ilgili düzenlemeler şunlardır:

a. Menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının, yurda giriş ve çıkışları serbest bırakılmıştır.

b. Türkiye’de yerleşik kişilerce, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurt dışında ihraç edilebilmesi, arzı ve satışı serbesttir.

c. Dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye’de menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeleri ve bu menkul kıymetlerin halka arzı ve satışı sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde yapılacaktır.

d. Dışarıda yerleşik kişilerin, her türlü menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtası ile satın almaları, satmaları, bu menkul kıymetler ve sermaye piyasası araçlarıyla ilgili gelirler ile bunların satış bedellerini, bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla transfer ettirebilmeleri serbest bırakılmıştır.

Türkiye’de yerleşik kişilerin; bankalar, özel finans kuruluşları veya sermaye piyasası mevzuatına göre yetki verilmiş aracı kurumlar vasıtasıyla, yurt dışındaki finans piyasalarında işlem gören menkul kıymetleri satın almaları, satabilmeleri ve bu menkul kıymetlerin alış bedellerini bankalar ve özel finans kuruluşları aracılığı ile yurt dışına transfer edebilmeleri serbest bırakılmıştır.

e. Bankaların ve aracı kuruluşların, yabancı piyasalarla yaptıkları bu tür işlemlerle ilgili, her üç ayda bir, Merkez Bankası’nın talimatları çerçevesinde, müsteşarlığa bilgi vermeleri kararlaştırılmıştır.

f. Bu kararlara göre, Türkiye’de bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan yurtdışında yerleşik kişilerin, hisse senedine sahip oldukları şirketlerin yönetim kurullarına veya genel kurullarına katılmak istemeleri durumunda, iştirakin yabancı sermaye mevzuatı çerçevesinde tescil edilmiş olması şartı koyulmuştur.

32 sayılı karar, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın (HDTM) 1992 yılındaki tebliğiyle küçük bir değişikliğe uğramıştır. Bu değişiklikle menkul kıymetler ve nakdi krediler için verilen tam serbestlikte kısıtlamaya gidilmiştir.

Tebliğle birlikte, kamu kurum ve kuruluşları ile belediyelerin yurtdışından her türlü nakdi kredi sağlaması ve uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ve diğer borçlanma araçlarını ihraç edebilmesi HDTM’nin ön iznine bağlanmış, HDTM’nin ön izni alınmadan sağlanan krediler, tahviller ve diğer borçlanma araçları ihraçlarının borç kütüğüne kaydedilmeyeceği ve bunlara ait anapara, faiz ve diğer masrafların transferinin yapılmayacağı belirtilmiştir.

### 32. Türkiye'nin Uluslararası Finansal Piyasalarla İlişkileri

Uluslararası finansal piyasalar, bu piyasalar yoluyla borç kaynak elde etmek isteyen ülkelere birbirinden farklı finansal enstrümanlarla, kaynak elde edebilme imkanı vermektedirler. Bu piyasalar, kalkınma ve gelişme sürecine geçebilmek için kaynak ihtiyacı olan diğer ülkeler gibi, Türkiye'nin de gerekli görüldükçe başvurduğu piyasalar konumundadır.

İç tasarrufları yeterli büyüklükte olmayan, dış borçları ödemek ve kalkınma sürecine geçebilmek için uzun vadeli kaynak ihtiyacı duyan ülkeler, uluslararası finans piyasalarıyla finansman ihtiyacını karşılama yoluna gitmektedirler. Türkiye Cumhuriyeti'nin de uluslararası sermaye piyasalarından kaynak sağlama yoluna gitmesinin en önemli nedeni, ekonomik kalkınmayı ve büyümeyi sağlayacak, uzun vadeli kaynak ihtiyacını giderebilmek ve bu piyasalardan uzun vadeli kaynak sağlayabilmektir.

Borçlanıcı ülkeler, uluslararası finans piyasalarından özellikle ülke ekonomilerinde ileriye dönük yatırımlar yapılabilmesine olanak veren sermaye piyasası araçları sayesinde, çeşitli yatırımlar yaparak ekonomik gelişmelerini sağlama yolunda önemli adımlar atabilmektedirler. Bu enstrümanlar oldukça uzun vadeli düzenlenebilmeleri nedeniyle, ekonomik açıdan yeterli gelişme düzeyine ulaşamamış ülkeler için oldukça cazip ve etkin borçlanma araçları olmaktadır. Ülkemiz de, özellikle 1980'li yıllarda, alternatif finansman kaynakları elde edebilme amacıyla uluslararası finans piyasalarına yönelmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti'nin uluslararası finansal piyasalardan borçlanmalarında, 1980 öncesi kullanılan finansal enstrümanlar ve 1980 sonrası kullanılan enstrümanlar farklılık göstermektedir. 1980 öncesinde uluslararası piyasalardan yapılan borçlanmalarda Dövizle Çevrilebilir Mevduat (DÇM) ve kısa vadeli borçlanma uygulamaları sıkça kullanılmaktayken, 1980 sonrasında daha uzun vadeli enstrümanlar kullanılmaya başlanmıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda ve sonrasında, uluslararası sermaye piyasalarından yabancı tahviller ve euro tahvil ihraçlarıyla uzun vadeli kaynak sağlama yoluna sık sık gidilmiştir.

Türkiye’de 1960’lı yıllarda başlayan kalkınma süreci iç kaynakların yetersizliği nedeniyle dış borçları gerekli kılmış, dış borçlar, kalkınma politikasının ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Türkiye 1963 yılından sonra dış finansman ihtiyacının büyük kısmını, 12 Temmuz 1962 yılında faaliyete geçen “Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu” kanalıyla karşılamaya başlamıştır.

1973 yılına kadar geçen dönemde dış finansman ihtiyacını bu konsorsiyum yoluyla ve diğer dış kaynaklarla karşılayan Türkiye, 1973 yılında Petrol Krizi’nin ortaya çıkmasıyla güçlüğe düşmüştür. Krizin ortaya çıkmasıyla, petrol ihraç etmeyen gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye önemli döviz sorunlarıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu döneme kadar dış finansman ihtiyacını orta ve uzun vadelerle sağlamış Türkiye’nin ödemeler dengesi bozulmuş, orta ve uzun vadede borç kaynak sağlayamamış, bu nedenle borç geri ödemelerini ve yeni kaynak ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla kısa vadeli kredilere başvurmak zorunda kalmıştır.

Türkiye bu dönemde uzun vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmek amacıyla dövize çevrilebilir mevduat uygulamasını başlatmıştır, ancak bu uygulama dış borçları karşılamaya yetmemiş, 1977 yılında Türkiye Cumhuriyeti tarihinin en önemli dış borç ödeme güçlüğüyle karşı karşıya kalmıştır.

DÇM kullanımını 1967 yılında başlamış ve 1978 yılına kadar devam etmiştir<sup>19</sup>. Aynı dönemde DÇM yanında, uluslararası piyasalardan sağlanan uzun ve kısa vadeli kredilerle de kaynak ihtiyacı giderilmeye çalışılmıştır. Uluslararası piyasalardan kaynak sağlama yolu, 1978 yılında ortaya çıkan krizle sona ermiş, uluslararası finans piyasaları kapılarını Türkiye’ye ve gelişmekte olan diğer ülkelere kapatmıştır.

Özellikle Latin Amerika ülkeleri (Brezilya, Arjantin, Ekvator, Meksika, Şili), dış borçları ödeme kabiliyetlerinin yok olması ve ekonomilerinin zor durumda olması nedeniyle, alacaklı kuruluşlarla borç erteleme anlaşmaları gerçekleştirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, yüksek miktarlara ulaşan dış borçlarını ödemede yaşadıkları güçlükler

<sup>19</sup> 1979 yılında, geçmişte çıkarılan DÇM’ler uzun vadeli devlet borcuna dönüştürülmüştür.

nedeniyle içine düştüğü darboğazdan kurtulmasını sağlamak amacıyla uluslararası ekonomi kuruluşları (IMF, OECD, Dünya Bankası gibi) toplanarak çeşitli kararlar almıştır.

Bu kuruluşlar 20 Mayıs 1978, 25 Temmuz 1979 ve 23 Temmuz 1980 tarihlerinde Paris'te toplanarak, Türkiye'nin de içinde bulunduğu borç yükünü karşılamada güçlük çeken birçok gelişmekte olan ülkenin borçlarının ertelenmesini sağlamışlardır. Bu toplantılarda alınana kararlarla, Türkiye Cumhuriyeti'nin 5,3 milyar dolarlık dış borcunun ertelenmesi de karara bağlanmıştır.

Dış borçların ertelenmesiyle Türkiye ile IMF arasında yeni bir stand-by anlaşması oluşturulmuş, 24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararla "Ekonomik İstikrar Tedbirleri" hayata geçirilerek ekonomik açıdan iyileştirme çalışmaları başlatılmıştır. 1980 yılında hayata geçirilen istikrara tedbirlerinde, ülke ekonomisinin yeniden canlandırılması, liberalleşme ve uluslararası piyasalarla bütünleşme amaçlı kararlar ön planda tutulmuştur.

1980 yılında istikrar programı kararlarındaki temel amaçlar şunlardır:

- a. Devletin piyasaya müdahalesinin en aza indirilmesini ve özel girişime dayalı ekonomik sistemin gerçekleştirilmesini sağlamak,
- b. Dış alım ve dış satım rejimlerinin serbestleştirmek,
- c. Döviz piyasasını serbestleştirilmek ve fiyatının serbest piyasada belirlenmesini sağlamak,
- d. Yabancı sermaye girişlerini artırmak.

Türkiye için 1978 yılında kapanan uluslararası finans piyasaları 24 Ocak 1980 kararlarıyla yeniden açılmaya başlamış, böylece uluslararası piyasalarla yeniden ilişki kurulabilmesi mümkün olmuştur. 1980 sonrası dönemde, ekonomilerin globalleşmesi ve finans piyasalarının gelişmesiyle uluslararası para ve sermaye piyasalarından yeni finansal enstrümanlarla kaynak sağlama yoluna gidilmiş, bu piyasalardan etkin bir şekilde borçlanılarak ülke ekonomisinde ekonomik krizin etkilerinin azaltılması amaçlanmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti borç ertelemeleriyle birlikte, borçlarının vadelerini 5 ile 7 yıl arasında değişen vadelere kadar uzatarak ortaya çıkan ekonomik bunalımdan kurtulmaya

çalışmıştır. Ancak, Türkiye'nin uluslararası piyasalara çıkarak yeniden borç kaynak sağlayabilmesi uzun süre mümkün olmamıştır. Dış piyasalardan kaynak sağlayamadığı süre içinde, IMF ve Dünya Bankası kredilerine bağlanmak zorunda kalmıştır. Piyasalardan yeniden borçlanması üç yıl sonra gerçekleşebilmiştir.

Türkiye'nin uluslararası finans piyasalarından tekrar borçlanabilmesi için istikrar programını üç yıl süreyle uygulaması gerekmiştir. Bu süre içinde dış borç ödemeleri aksatılmadan yapılarak uluslararası piyasada güvenin tekrar oluşması sağlanmış, böylece Türkiye yeniden uluslararası piyasalardan kaynak sağlama imkanına kavuşmuştur (KAYA, 1996, s.31).

1980'li yıllarda ortaya çıkan kriz ortamının ve uluslararası finans piyasalarından borçlanabilme zorluklarının ortadan kalkma eğilimi göstermesi, gelişmekte olan ülkelerin tekrar bu piyasalara yönelmesini sağlamıştır. Türkiye Cumhuriyeti de 1985 yılında ilk kez uluslararası tahvil piyasasına yabancı tahvil ihracıyla kaynak sağlama yoluna gitmiştir.

Türkiye gibi pek çok ülkenin, 80'li yıllarda, uluslararası sermaye piyasaları yoluyla uzun vadeli kaynak sağlama yoluna gitmesinin nedenlerinin başında, ödemeler dengesi açıklarının finansmanı gelmekteydi. Ayrıca, yeni finansman tekniklerinin ortaya çıkması borçlanmak isteyen ülkeleri ve kuruluşları bu piyasaya yöneltmiştir.

Yeni finansman tekniklerinin ortaya çıkmasında ve ülkelerin uluslararası tahvil piyasalarına yönelmesinde en önemli etkenler şunlardır (ERDEN, 1993, s.34):

- a. Enflasyon ve faiz oranlarında yaşanan yüksek değişiklikler
- b. Ülkelerin kamu sektöründe sürekli artan finansman ihtiyaçları
- c. Teknolojik gelişmelerin iletişim ağında ve finans piyasalarında işlem yapabilme hızında sağladığı olanakların kullanılması
- d. Finans sektöründe iç ve dış rekabetin artması
- e. Dalgalı döviz kuru sisteminin pek çok ülke tarafından kullanılması ve geniş bir kullanım alanı bulması.

Finansman tekniklerinin gelişmesiyle, uluslararası piyasalardan borç sağlamak isteyen kuruluşlar hem daha düşük maliyetlerle kaynak sağlayabilmiş, hem de kendileri için daha avantajlı olan en uygun finansal enstrümanlarla borçlanarak, ileride ortaya çıkabilecek risklerin neden olacağı zararın derecesini azaltmışlardır. Bütçe açıklarını karşılamak amacıyla uluslararası piyasalara yönelen hükümetler, piyasanın genişlemesiyle ve ülke hükümetlerinin yanında özel kuruluşların da bu piyasalara yönelmesiyle, piyasaya giren özel şirketlerle de rekabet etmek zorunda kalmıştır.

Uluslararası tahvil piyasalarına yönelerek finansman sağlama yoluna giden kuruluşlardan biri de Türkiye Hazinesi'dir. 1980 sonrasında Hazine'nin uluslararası tahvil piyasalarından kaynak sağlamaya yönelmesinin pek çok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şunlardır;

a. Hazine'nin yurtiçi piyasada bono satması faiz oranlarının yükselmesine ve aynı zamanda banka faiz oranlarının da artmasına neden olduğundan, iç borçlanmanın faiz üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirmek amacıyla, Hazine uluslararası tahvil piyasalardan kaynak sağlama yoluna gitmektedir. Böylece, borçlanma nedeniyle yurtiçi piyasalarda ortaya çıkan olumsuzlukların etkisi büyük ölçüde azaltılmış olacaktır.

b. Hazine'nin uluslararası tahvil piyasalarına yönelmesinin diğer bir nedeni de, vade çeşitlendirmesi sağlamak ve kısa vadeli borçlar nedeniyle ortaya çıkan ödeme güçlüklerinin olumsuzluklarından kaçınmaktır. Hazine, uluslararası tahvil piyasalarından borçlanma yoluyla, etkin bir borç yönetimi sağlamayı amaçlamıştır. Dış borçların artması, Hazine'yi baskı altında tutacağından ve dış borç dengesini olumsuz yönde etkileyeceğinden, uluslararası tahvil piyasalarından orta ve uzun vadeyle borçlanmalar daha avantajlı görünmektedir.

c. Gelişmiş ülkelerin, 80'li yıllarda uluslararası piyasalarda ortaya çıkan ekonomik durgunluk nedeniyle, yüksek miktarlarda fon fazlalıklarına sahip olmaları ve bu fonları uluslararası tahvil piyasalarında değerlendirmeye çalışmaları, kaynak ihtiyacı olan ülkelerin bu piyasalardan oldukça uygun şekillerde kaynak sağlayabilmelerini sağlamıştır. Hazine de 1985 yılından itibaren bu piyasadaki kaynak sağlama yoluna giderek, uluslararası tahvil piyasalarından gerektiği ölçüde faydalanmaya çalışmıştır.



Uluslararası piyasalardan borçlanabilme olanaklarının yeniden elde edilmesiyle, ilk zamanlarda sendikasyon kredileri kullanılarak, orta vadeli finansman kaynakları sağlama yoluna gidilmiştir. 1985 yılından itibaren ise uluslararası tahvil piyasaları kullanılarak uzun vadeli kaynak sağlama yoluna gidilmiş, uluslararası tahvil piyasasında Türkiye'nin ilk yabancı tahvil ihracı, 1985 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu tahvil ihracı, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası tarafından Tokyo'da yapılmıştır ve ihracında devlet sadece garantör olarak yer almıştır.

İlk tahvil ihracının başarıyla gerçekleştirilmesinden sonra, 1987-1989 yılları arasında Devlet Yatırım Bankası, Kalkınma Bankası ve Turizm Bankası da tahvil ihraçları gerçekleştirmiştir. 1989 yılında gerçekleşen tahvil ihraçları 1160 milyon doları bulmuştur. Bu tahvil ihraçları, Türkiye'nin bu piyasalarda kendini göstermesini sağlamış, daha sonraki yıllarda yapılacak tahvil ihraçları için öncü olmuşlardır.

1990 sonrasında, Türkiye'nin bu piyasalarla ilişkilerini artırması nedeniyle bir kredi notuna ihtiyaç duyulmuş, bu nedenle Hazine tarafından rating çalışması başlatılmış ve Standard and Poors derecelendirme kuruluşu tarafından, Türkiye'ye verilen ilk kredi notu olan BBB+ derecesi elde edilmiştir. Bunun ardından Moody's şirketi de Türkiye'ye aynı anlama gelen Baa3 kredi notunu vermiştir.

Türkiye'ye verilen kredi notlarının uluslararası piyasalarda oldukça olumlu etkileri olmuştur. Bu kredi derecesinin elde edilmesiyle 1991 yılında 500 milyon dolar civarında olan tahvil ihraçları, 1992 yılında 2500 milyon dolar seviyelerine ulaşmış, 1993 yılında 3700 milyon dolara ulaşmıştır.<sup>20</sup>

Türkiye tarafından uluslararası tahvil piyasalarında satışa sunulan euro tahviller de, ilk kez 1976 yılında ortaya çıkmış, 1980 yılı ve sonrasında yaşanan ekonomik güçlükler ve uluslararası tahvil piyasalarının borçlanmanın oldukça zor olması nedeniyle 1987 yılına kadar uluslararası piyasalarda Türk euro tahvillerine rastlanmamıştır. Türkiye 1987 yılından sonra günümüze kadar, hemen hemen her yıl euro tahvil ihraçlarıyla kaynak sağlama yoluna giderek, uzun vadeli kaynak elde etme fırsatı bulmuştur.

<sup>20</sup> Hazine Çalışma Raporu-1995

### 33. Türk Euro Tahvillerinin Tarihsel Gelişimi

Türk euro tahvilleri, ilk kez 1976 yılında uluslararası tahvil piyasalarında kendini göstermiş, bu tarihten sonra herhangi bir Türk euro tahvili ihracı 1987 yılına kadar gerçekleştirilememiştir. Bu tarihten sonra ise vade ve faiz açısından oldukça verimli tahvil ihaleleri gerçekleştirilmiş, 1990'lı yıllarda euro tahvil ihraçları artarak devam etmiş, 2000'li yıllardan sonra Türk euro tahvilleri uluslararası piyasalarda tercih edilen yatırım araçları olarak yer almışlardır.

#### 330. İlk Türk Euro Tahvili ve Özellikleri

Uluslararası piyasalarda görülen ilk Türk euro tahvili, Mayıs 1976 tarihinde ihraç edilen, 7 milyon Kuveyt dinarı<sup>21</sup> değerinde ve 10 yıl vadeli, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı'na ait euro tahvillerdir (ERSAN, 1979, s.160).

Türkiye ekonomisinin, yurtiçi kaynaklardan fon elde edebilmek için oldukça zorda olduğu bu dönemde, TPAO euro tahvil ihraç ederek yurtdışından kaynak sağlamayı denemiştir. İhraç edilen bu euro tahvillerde kullanılacak faiz oranı, 12 Mayıs 1976 tarihinden itibaren başlamak üzere % 9 olarak belirlenmiştir. Faiz ödemelerinin ise, her yılın 11 Mayıs tarihinde ödenmek üzere; Londra, Lüksemburg ve Kuveyt'te bulunan merkezlerde yapılması kararlaştırılmıştır.

Tahvillerin kotasyonu, Lüksemburg Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleştirilmiştir. Kotasyon işleminin Lüksemburg Borsası'nda gerçekleşmiş olması nedeniyle, burada bir ödeme acentesinin (paying agent) bulunması da sözleşme hükümlerine eklenmiştir.

Tahviller hamiline düzenlenmiş ve 1000 ve 10000 Kuveyt dinarlık kupürler halinde satışa sunulmuş, tahvil ihracını gerçekleştiren konsorsiyumda, Arab Financial Consultans Company, Merill Lynch International Co., Libyan Arab Foreign Bank gibi kuruluşlar görev almışlardır (ERSAN, 1979, s.162).

---

<sup>21</sup> 23,8 Milyon Dolar

Tahvillerin itfasının 13 Mayıs 1986 tarihinde, nominal bedelleri üzerinden işlenmiş faizleri ile birlikte şirket tarafından gerçekleştirileceği, sözleşme hükümlerine eklenmiştir. Tahvil sahiplerinin istekleri doğrultusunda 15 Mayıs 1981 tarihinde tahvil bedellerini ödeyeceğini açıklamıştır. Bu da, tahvillerin gerçek vadesinin 5 yıl olduğunu, vadenin 10 yıla kadar uzatılmasının, tahvil sahiplerine bağlı olduğunu göstermektedir.

Şirket tarafından gerçekleştirilecek ödemeler, Kuveyt'teki veya diğer merkezlerdeki acenteler vasıtasıyla yapılacaktır. Ödemelerde, Kuveyt dinarı kullanılmakla birlikte tahvil sahiplerinin talepte bulunması durumunda, eşdeğeri miktarda Amerikan doları ile de ödemenin yapılabileceği hükme bağlanmıştır.

1976 yılında gerçekleşen ilk euro tahvil ihracı, Türkiye'nin içinde bulunduğu sosyal ve ekonomik koşullar, uluslararası piyasalarda yeterince tanınmaması ve finans tekniklerinin yeterince etkin kullanılamaması nedeniyle gereken başarıyı gösterememiştir. Başarısızlığın nedenlerinden biri de, Türkiye'nin uluslararası piyasalarla bütünleşmesinin yeterli oranda sağlanamamış olmasıdır.

İlk euro tahvil ihracının gerçekleşmesinin ardından, piyasalara uzun süre yeni euro tahvil çıkarımı olmamıştır. Yeni ihraçların gerçekleşmemesinin en büyük nedeni, ilk ihracın yeterli memnuniyeti sağlamamış olmasıdır. Ayrıca, 1980 yılında ortaya çıkan ekonomik düzensizlikler ve dış borç ödemelerinde yaşanan güçlükler de, Türkiye'nin uluslararası finansal piyasalardan kaynak sağlamasını zorlaştırmış, bu piyasalar uzun süre Türk ekonomisine kapalı kalmıştır.

1980 yılına yapılan ekonomik düzenlemelerle ve ülke ekonomisinin darboğazdan kurtulmaya başlamasıyla, uluslararası piyasalar Türk ekonomisi için yeniden kullanılmaya başlamış, böylece bu piyasalara yeni euro tahvil ihraçları yeniden gündeme gelmiştir.

### **331. 1980 Sonrası Türk Euro Tahvilleri**

İlk Türk euro tahvilinin 1976 yılında ihraç edilmesinden uzun bir süre sonra yeni euro tahvil borçlanması, 26 Şubat 1987 tarihinde, 125 milyon Alman markı tutarında yapılan ihraçla gerçekleşmiştir.

İhracı Alman Commerzbank tarafından gerçekleştirilen euro tahvillerin vadeleri 5 yıl, faizleri ise % 7 olarak düzenlenmiştir. Başarıyla gerçekleştirilen bu ihracı, aynı yıl 26 Ekim tarihinde gerçekleştirilen, 200 milyon Alman markı tutarındaki euro tahviller takip etmiştir. Bu tahvillerde de vade 5 yıl, faiz oranı % 7 olarak düzenlenmiştir ve ihraçlarını gerçekleştiren konsorsiyum lideri banka, Commerzbank olmuştur.

Tablo 4'ten de görüleceği gibi, uluslararası piyasalarda satışa sunulan Türk euro tahvilleri, 1988 sonuna kadar Alman markı kullanılarak çıkarılmıştır. Bu yıllarda çıkarılan euro tahvillerde para birimi olarak Alman markı'nın kullanılmasının en önemli nedeni, Alman markının bu dönemde oldukça yüksek likiditeye sahip olması, çıkarılan euro tahvillerin özellikle Avrupalı yatırımcılara satılmak istenmesi ve Alman marklı tahvil ihraçlarında rating şartı aranmamasıdır.

**Tablo : 4**

**1987-1990 Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen Türk Euro Tahvilleri**

İhraç Tarihi	Vade Sonu	Para Birimi	Miktar (Milyon)	Vade (Yıl)	Kupon (%)
26.02.1987	26.02.1992	DEM	125	5	7,0
26.10.1987	26.10.1992	DEM	200	5	7,0
10.05.1988	10.05.1995	DEM	500	7	6,5
11.11.1988	11.11.1995	DEM	300	7	6,5
22.12.1988	22.12.1998	USD	150	10	11,125
27.04.1989	27.04.1999	USD	200	10	11,5
07.06.1989	07.06.1999	USD	280	10	5,5
26.07.1989	26.07.1996	DEM	400	7	7,75
14.09.1989	14.09.1999	USD	200	10	10,25
24.11.1989	24.11.1995	USD	250	6	9,75
16.03.1990	16.03.1997	USD	200	7	10,75
24.04.1990	24.04.1997	DEM	250	7	10
17.08.1990	17.08.1995	USD	150	5	10,375

Kaynak: HDTM, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü

ABD doları ile düzenlenmiş ilk Türk euro tahvili ise, 12 Aralık 1988 tarihinde piyasaya sunulmuştur. 150 milyon ABD doları değerindeki bu euro tahviller 10 yıllık vadesiyle,

1987 sonrası düzenlenen, en uzun vadeye sahip ilk euro tahviller olma özelliğine de sahiptir. Vadenin 10 yıl olması nedeniyle faiz oranları % 11,125 olarak belirlenen bu tahvillerin ihracında sendikasyon lideri kuruluş Bankers Trust olmuştur.

ABD doları üzerinden düzenlene euro tahvillerin ihracının başarıyla gerçekleştirilmesi ve piyasalarda olumlu karşılanmasıyla ABD dolarlı euro tahvillere olan ilgi artmıştır. 1989 yılında yapılan toplam beş euro tahvil ihracının dördü ABD doları ile düzenlenmiş euro tahvillerden oluşmuştur. Bu ihraçların ABD dolarlı euro tahvillerden oluşan kısmı 930 milyon dolar değerindeyken, Alman markı kullanılarak yapılan ihraçların miktarı 400 milyon Alman markı değerindedir.

Euro tahvil ihraçlarıyla sağlanan kaynaklar, 1987 yılında iki kez yapılan euro tahvil ihracıyla 325 milyon Alman markı, 1988 yılında 800 milyon Alman markı ve 150 milyon Amerikan doları miktarında kaynak sağlanmıştır. Euro tahvil ihracının en fazla gerçekleştirildiği 1989 yılında ise, 400 milyon Alman markı ve 930 milyon dolar kaynak sağlanmıştır. 1990 yılında da, üç kez gerçekleştirilen tahvil ihraçlarıyla 350 milyon ABD doları ve 250 milyon Alman markı miktarında kaynak sağlanmıştır.

Tablodan da görülebileceği gibi (Tablo 4), euro tahvil ihraçlarında vade uzadıkça faiz oranlarında da artış görülmektedir. Ayrıca ülkenin içinde bulunduğu sosyal ve ekonomik koşullar da faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Kredi notu uygulamaları 1990 sonrasında gündeme geldiği için, bu dönemde ülkedeki enflasyon oranı, dış borçlarını ödeyebilme kabiliyeti, sosyal koşullar gibi farklı veriler, faiz oranlarının belirlenmesinde kullanılan göstergeler olmuşlardır.

1987-1990 yılları arasında yapılan Türk euro tahvil ihraçlarında, konsorsiyum lideri kuruluşlar, ABD doları kullanılarak düzenlenen euro tahvillerde; Bankers Trust, JP Morgan, Nomura Securities, Sumitomo, Mitsui gibi kuruluşlar olurken, Alman markı kullanılarak düzenlenen euro tahvillerde ise hemen hemen tüm ihraçlarda Commerzbank konsorsiyum lideri olmuştur. Yalnızca 1988 yılında ihracı gerçekleştirilen, 300 milyon Alman markı değerindeki euro tahvillerin ihracında Dresdner Bank konsorsiyum lideri olarak yer almıştır.

### 332. 1990 Sonrası Türk Euro Tahvilleri

Euro tahvil ihraçlarıyla uluslararası finans piyasalarından kaynak sağlanması, 1990 sonrasında da artarak devam etmiştir. Türkiye'nin uluslararası piyasalarda tanınma sürecinin hemen hemen tamamlanmış olması, bu piyasalardan daha uygun koşullarda ve daha kolay bir şekilde kaynak sağlanabilmesini sağlamış, böylece uluslararası piyasalara yatırımcıların Türk euro tahvillerine olan ilgisi de artış göstermiştir.

Bu dönemde (1991-1999), euro tahvillerin ihraç sayısında ve değerlerinde artış görülmekle birlikte, vadelerinin önceki euro tahvil vadelerine göre daha kısa düzenlendiği görülmektedir. Tablo 5'ten de görüleceği gibi, bu dönemde, vadesi bir yıl olarak düzenlenmiş euro tahvillere rastlamak da mümkündür. Ayrıca bu dönemde Japon yeni, İtalyan lireti ve ECU para birimi gibi, daha önceki euro tahvil ihraçlarında hiç kullanılmamış para birimleriyle düzenlenmiş euro tahviller de ortaya çıkmıştır.

ECU para birimi, 1980 sonrası ABD doları ve Alman markı'ndan sonra, uluslararası piyasalarda ihracı gerçekleştirilecek Türk euro tahvillerinde kullanılan üçüncü para birimi olmuştur. Türkiye'nin ilk ve tek ECU para birimli euro tahvil ihracı, 26 Mayıs 1992 tarihinde gerçekleştirilmiş, 150 milyon ECU değerindeki euro tahviller üç yıl vadeli olarak, % 11.5 faizle düzenlenmişlerdir.

ECU para birimli euro tahvillerden kısa bir süre sonra Japon yenli euro tahviller de uluslararası piyasalarda yatırımcılara sunulmuştur. İhracı 24 Haziran 1992 tarihinde gerçekleştirilen Japon yeni para birimli euro tahviller, 50.000 Japon yeni tutarında düzenlenmişlerdir. Vadeleri 5 yıl olarak ihraç edilen bu tahvillerde faizler ise % 7,5 olarak belirlenmiş, tahvilin ihracında konsorsiyum lideri ise Daiwa olmuştur.

İngiliz sterlini ile düzenlenmiş ilk Türk euro tahvili ise, 27 Ekim 1993 tarihinde piyasaya sunulmuştur. 125 milyon İngiliz sterlini değerindeki bu euro tahvillerin ihracını S.G.Warburg isimli kuruluş gerçekleştirmiştir. Yılda bir kez kupon faizi ödemeli bu tahvillerde vade 10 yıl, faiz ise % 9 olarak ihraç edilmiştir. 1993 yılında gerçekleştirilen bu euro tahvil ihracından sonra, İngiliz sterlini kullanılarak düzenlenmiş başka bir euro tahvil ihracı gerçekleşmemiştir.

Tablo : 5

## 1991-1999 Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen Türk Euro Tahvilleri

İhraç Tarihi	Vade Sonu	Para Birimi	Miktar (Milyon)	Vade (Yıl)	Kupon (%)
03.06.1991	03.06.1996	DEM	350	5	10,5
28.10.1991	28.10.1996	DEM	500	5	10,75
20.03.1992	20.03.1997	USD	200	5	8,5
15.04.1992	20.03.1997	USD	50	5	8,5
26.05.1992	26.05.1995	ECU	150	3	11,5
24.06.1992	24.06.1997	JPY	50.000	5	7,5
25.06.1992	15.06.1999	USD	250	7	9
27.07.1992	27.07.1999	DEM	400	7	10,25
31.07.1992	06.08.1997	USD	200	5	8,125
24.09.1992	24.09.1999	JPY	50.000	7	6,8
18.12.1992	18.12.1996	JPY	35.000	4	5,7
18.12.1992	18.12.1998	JPY	35.000	6	6,5
18.02.1993	18.02.2000	DEM	400	7	9,5
25.02.1993	25.02.2000	JPY	100.000	7	6,3
10.06.1993	10.06.1998	JPY	25.000	5	6
10.06.1993	10.06.2003	JPY	35.000	10	7
09.07.1993	09.07.2003	DEM	750	10	8,75
28.07.1993	09.07.2003	DEM	250	10	8,75
27.10.1993	27.10.2003	GBP	125	10	9
29.10.1993	29.10.1998	DEM	1.000	5	7,25
30.11.1993	30.11.1998	JPY	30.000	5	4
30.11.1993	30.11.2001	JPY	50.000	8	5,1
01.03.1994	01.03.2004	JPY	30.000	10	5,75
01.03.1994	01.03.2002	JPY	45.000	8	5,45
28.04.1995	30.04.1996	USD	85	1	Libor+%1.75
28.04.1995	30.04.1997	USD	85	2	Libor+%1.75
28.04.1995	28.04.1998	USD	85	3	Libor+%1.75
27.07.1995	27.07.1998	JPY	70.000	3	4,5
21.08.1995	21.08.1998	DEM	500	3	8
05.10.1995	05.10.1998	USD	300	3	8,75
06.11.1995	06.05.2005	USD	263	9,5	3
14.12.1995	14.12.1998	JPY	50.000	3	4
16.01.1996	16.02.2006	JPY	10.000	10 (+1ay)	7,2
14.02.1996	14.02.2001	DEM	500	5	7,5
23.04.1996	23.04.2001	JPY	75.000	5	5,7
30.05.1996	30.05.2002	JPY	30.000	6	6
11.06.1996	11.06.1999	USD	500	3	8,25
04.09.1996	04.09.2000	DEM	500	4	8

**Tablo: 5 devamı**

19.09.1996	04.09.2000	DEM	150	4	8
05.12.1996	05.12.2001	DEM	750	5	7,625
17.02.1997	17.02.2004	DEM	500	7	7,75
18.03.1997	18.03.2002	ITL	300.000	5	9
23.05.1997	23.05.2002	USD	400	5	10
24.06.1997	24.06.2002	DEM	1.000	5	7,25
19.09.1997	19.09.2007	USD	600	10	10
22.10.1997	22.10.2007	DEM	1.500	10	8,125
06.02.1998	06.02.2003	DEM	1.000	5	7,25
23.02.1998	23.02.2005	USD	400	7	9,875
01.04.1998	23.02.2005	USD	100	7	9,875
20.04.1998	20.04.2006	DEM	1.000	8	10,5
12.05.1998	12.05.2003	USD	300	5	8,875
30.11.1998	30.11.2001	DEM	600	3	9,5
04.12.1998	30.11.2001	DEM	200	3	9,5
15.12.1998	15.12.2008	USD	200	10	12
21.12.1998	30.11.2001	DEM	200	3	9,5
17.02.1999	17.02.2003	DEM	750	4	9,25
15.03.1999	15.03.2004	EUR	500	5	9,5
19.03.1999	17.02.2003	DEM	100	4	9,25
14.04.1999	15.12.2008	USD	200	10	12
29.04.1999	15.03.2004	EUR	300	5	9,5
20.05.1999	15.03.2004	EUR	200	5	9,5
25.06.1999	15.06.2009	USD	500	10	12,375
25.08.1999	25.08.2005	EUR	400	6	9,625
16.09.1999	15.12.2008	USD	200	10	12
05.11.1999	05.11.2004	USD	500	5	11,875
30.11.1999	30.11.2006	EUR	500	7	9,625
14.12.1999	30.11.2006	EUR	250	7	9,625
15.12.1999	15.06.2009	USD	250	10	12,375
17.12.1999	17.12.2002	EUR	600	3	7,75

Kaynak: HDTM, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü

Sterlin ve Japon yeni'nden sonra, euro tahvil ihraçlarında kullanılan son farklı para birimi İtalyan liretidir. İtalyan liretli Türk euro tahvili de ECU ve İngiliz sterlini kullanılarak düzenlenen tahviller gibi euro tahvil ihraçlarında yalnızca bir defa kullanılmıştır. 300.000 İtalyan lireti tutarındaki bu euro tahviller, beş yıl vadeyle ve % 9,0 faiz oranıyla ihraç edilmiş, ihracı gerçekleştiren konsorsiyumda Chase-Bank Commerciale konsorsiyum lideri olarak görev almıştır.



Tablodan da görülebileceği gibi (Tablo 5), 1990-2000 döneminde ihraç edilen euro tahvillerin vadeleri, genellikle kısa süreli olmakla birlikte, 1995 yılında vadesi 1 yıl olarak düzenlenmiş tahvillere de rastlamak mümkündür. İhraç edilen en uzun süreli euro tahvillerin vadesi ise 10 yıl artı bir ay olmuştur.

Nisan 1995 tarihinde vadeleri bir yıl, iki yıl ve üç yıl gibi oldukça kısa süreli olan üç adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. Bu tahvillerin tutarları, her bir ihraç başına 85 milyon dolar değerindedir. Vadelerinin kısa olmaları nedeniyle kupon faizleri de % 1,75 artı Libor olarak belirlenmiştir.

Uluslararası piyasalarda euro para birimin kullanılmaya başlamasıyla, 1999 yılında euro para birimli euro tahviller de ihraç edilmeye başlanmıştır. 15 Mart 1999 tarihinde yapılan 500 milyon euro değerindeki ihraçla ilk euro para birimli euro tahvil ihracı da gerçekleştirilmiştir. Bu tahvillerle, yine aynı yıl Mart ayında ihraç edilen 300 ve 200 milyon euro değerindeki euro tahvil ihracı birleştirilerek, 1 milyar euro tutarında ele alınarak değerlendirilmiştir. Her üç euro tahvil ihracında da vadeler 5 yıl, kupon faizleri de % 9,5 olmuştur. Birleştirilen bu üç euro tahvilin ihracını gerçekleştiren konsorsiyum lideri de, Deutsche Bank ve Paribas olmuştur.

1999 yılından sonra, Alman marklı tahvil ihracı gerçekleştirilmemiş, hemen hemen tüm euro tahvil ihraçları ABD doları ve euro para birimleriyle düzenlenmiş euro tahvillerden oluşmuştur. 2 Ocak 2002 tarihinden itibaren, geçmiş dönemlere ait Alman markı ve İtalyan liri para birimli tahvillerin alım-satım emirleri ve ödemeleri, euro para birimi cinsinden yapılmaya başlanmıştır.

### **333. 2000 Sonrası Türk Euro Tahvilleri**

1999 sonrası, euro tahvil ihraçlarında yaşanan en önemli gelişme, 2000 yılının başında en uzun vadeli ilk Türk euro tahvilinin ihracının başarıyla gerçekleştirilmesidir. 2000 sonrası Türk euro tahvillerinin diğer bir özelliği de, euro para biriminin Alman markı'nın yerini almasıyla, euro tahvil ihraçlarında sık sık kullanılmaya başlanmasıdır. 2000-2004 yılları Türk euro tahvil ihraçları, bazı özellikleriyle Tablo 6'da görülebilmektedir.

**Tablo : 6**  
**2000-2004 (Şubat) Tarihleri Arasında İhracı Gerçekleştirilen**  
**Türk Euro Tahvilleri**

İhraç Tarihi	Vade Sonu	Para Birimi	Miktar (Milyon)	Vade (Yıl)	Kupon (%)
18.01.2000	15.01.2030	USD	1.500	30	11,875
09.02.2000	09.02.2010	EUR	1.000	10	9,25
15.03.2000	18.03.2003	JPY	35.000	3	3,5
14.04.2000	14.04.2005	EUR	600	5	7,75
13.06.2000	13.06.2003	EUR	500	3	Euribor+% 2
15.06.2000	15.06.2010	USD	750	10	11,75
14.07.2000	14.07.2004	JPY	55.000	4	3,25
26.07.2000	15.06.2009	USD	500	10	12,375
27.07.2000	22.10.2007	EUR	533	7	8,125
12.09.2000	15.06.2010	USD	750	10	11,75
14.09.2000	22.10.2007	EUR	200	7	8,125
27.11.2000	27.11.2003	JPY	50.000	3	3
14.02.2001	16.02.2004	EUR	500	3	8,25
19.02.2001	16.02.2004	EUR	250	3	8,25
07.11.2001	07.02.2005	EUR	500	3 (+3ay)	11
27.11.2001	27.11.2006	USD	500	5	11,375
12.12.2001	07.02.2005	EUR	300	3 (+3ay)	11
20.12.2001	27.11.2006	USD	250	5	11,375
22.01.2002	23.01.2012	USD	600	10	11,5
19.02.2002	27.11.2006	USD	250	5	11,375
19.03.2002	19.03.2008	USD	600	6	9,875
08.05.2002	08.05.2007	EUR	750	5	9,75
13.11.2002	13.01.2008	USD	500	5 (+2ay)	10,5
26.11.2002	13.01.2008	USD	250	5 (+2ay)	10,5
09.12.2002	23.01.2012	USD	400	10	11,5
14.01.2003	14.01.2013	USD	750	10	11
24.01.2003	24.01.2008	EUR	500	5	9,875
04.02.2003	13.01.2008	USD	350	5 (+2ay)	10,5
16.05.2003	14.01.2013	USD	750	10	11
18.06.2003	18.01.2011	EUR	750	7 (+7ay)	9,5
23.06.2003	19.03.2008	USD	750	6	9,875
24.09.2003	15.01.2014	USD	1.250	10 (+4ay)	9,5
14.01.2004	14.02.2034	USD	1.500	30 (+1ay)	8
10.02.2004	10.02.2014	EUR	1.000	10	6,5

Kaynak: HDTM, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü

2000 yılının hemen başında, yılın ilk euro tahvil ihracı olan ve bu tarihe kadar ihraç edilmiş euro tahviller içinde en uzun vadeye sahip olan ilk Türk euro tahvili yatırımcılara sunulmuştur. 30 yıl vadeli bu tahviller, 10 Ocak 2000 tarihinde imzalanmış, ihracı ise 18 Ocak 2000 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Bu tahvillerin ihracı Morgan Stanley ve Salomon Smith kuruluşlarının liderliğini yaptığı konsorsiyum tarafından yürütülmüştür. Tahviller 1,5 milyar ABD doları değerinde olup, faizleri % 11,875'tir, kupon ödemeleri ise yılda iki kez yapılmaktadır.

Gösterge niteliğindeki 30 yıllık euro tahvil ihracından sonra, 30 yıl gibi uzun vadeli yeni euro tahvil ihracı 14 Ocak 2004 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Bu euro tahvillerin vadeleri 30 yıl artı 1 ay olarak belirlenmiştir. 1,5 milyar ABD doları tutarındaki euro tahvillerin ihracı Citigroup ve UBS liderliğiyle yürütülen konsorsiyum tarafından gerçekleştirilmiştir.

2004 yılında ihraç edilen 30 yıl (artı bir ay) vadeli tahvillerin, 18 Ocak 2000 tarihinde ihraç edilen tahvillerden en önemli farkı faizlerinin daha düşük olmasıdır. 2000 yılında 11,875 olan faizler, 2004 yılında % 8 oranına düşmüştür. Bu düşüşte, Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllardan sonra yaşanan gelişmeler ve düzenlemelerin etkisi olmakla birlikte, ABD gibi gelişmiş ülkelerin euro tahvil ihraçlarında gerçekleşen faiz oranlarına oldukça yaklaşmış olması, ülke ekonomisinin belirli bir düzeye ulaştığının göstergesidir.

2000 yılı sonrasında bu iki ihraç dışında 10 yıldan daha uzun vadeli başka ihraç gerçekleştirilmemiş, tahviller genellikle 5 ile 10 yıl arasında değişen vadelerle ihraç edilmişlerdir.

#### **34. Türk Euro Tahvillerinin Vadeleri ve Faizleri Açısından Değerlendirilmesi**

1987 yılından günümüze kadar yapılan euro tahvil ihraçları incelendiğinde, vadelerin genellikle 5 yıl ve üzerinde seyrettiği görülmektedir. Ülke ekonomisine bağlı olarak, ihraç edilen euro tahvillerin vadeleri de aynı yönde değişim göstermektedir.

1988 ve 1989 yıllarında ortalama tahvil vadelerinde ortaya çıkan yükseliş (8-8,6 yıl) devamlılık gösterememiş, 1991 yılında ortalama tahvil vadeleri başlangıç seviyesi olan 5 yıla düşmüştür. Tahvil vadeleri en düşük ortalama değerini, 1995 yılında elde etmiştir. Bu yıl ortalama tahvil vadeleri 3,5 yılın altına düşerek, şimdiye kadar gerçekleşmiş en düşük ortalama vade olarak kalmıştır. Türk euro tahvillerinin ortalama vadeleri, Tablo 7’de yıllar itibariyle verilmiştir.

**Tablo: 7**  
**1987-2004 Tarihleri Arasında İhraç Edilen Türk Euro Tahvillerinin**  
**Ortalama Vadeleri**

İhraç Yılı	Toplam İhraç Sayısı (Adet )	Ortalama Vade (Yıl)
1987	2	5
1988	3	8
1989	5	8,6
1990	3	6,33
1991	2	5
1992	10	5,4
1993	10	7,7
1994	2	9
1995	8	3,44
1996	8	5,25
1997	6	7
1998	9	5,67
1999	14	6,5
2000	12	8,5
2001	6	3,75
2002	7	6,62
2003	7	7,72
2004	2	20

Kaynak: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü verileri kullanılarak, tarafımdan hazırlanmıştır.

1995 yılındaki tahvil vadelerinin oldukça kısa vadeli olmasının en önemli nedenleri arasında, ülke ekonomisinin 1994 yılında yaşanan krizin etkilerinden kurtarılması amacıyla, bir ile üç yıl arasında değişen, oldukça kısa vadeli euro tahvil ihraçlarının gerçekleştirilmesi gelmektedir. 2001 yılı euro tahvil ihraçlarındaki vadelerin de oldukça kısa süreli olması ise, Şubat 2001 tarihinde ortaya çıkan ekonomik kriz nedeniyle, kısa vadeli kaynak ihtiyacı sağlama amaçlı, 3 yıl vadeli euro tahvillerin ihraç edilmesidir.

2004 yılı ortalamasının 20 yıl olması, 2004 yılında şimdiye dek yalnızca 30 yıl ve 10 yıl vadeli iki adet Türk euro tahvili ihraç edilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle 2004 yılı euro tahvillerinin vadelerindeki 20 yıl ortalaması tam olarak gerçeği yansıtamamaktadır.

Türk euro tahvillerinin ihracının en fazla olduğu yıllar ise, 14 ihracın gerçekleştirildiği 1999 yılı ve 12 ihracın gerçekleştirildiği 2000 yılları olmuştur. 1992 ve 1993 yıllarında ise 10'ar adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. 1987, 1991 ve 1994 yılları da 2'şer adet tahvil ihracıyla, en az euro tahvil ihracı gerçekleştirilen seneler olmuştur. Euro tahvil ihraç sayıları bunların dışında kalan yıllarda ise, 3 ile 9 yıl arasında gerçekleşmiş, ülke ekonomisinin ve uluslararası piyasaların borçlanmaya elverişli olduğu dönemlerde, euro tahvil ihraçları artış göstermiştir.

İhraç edilen euro tahvillere uygulanan faiz oranlarının en yüksek olduğu dönem, 1999 sonrası olmuştur. Bu yılda, ABD doları ile düzenlenmiş 10 yıl vadeli euro tahvillere yaklaşık % 12,4 gibi oldukça yüksek bir oranda faiz uygulanmış, 30 yıl vadeli euro tahviller de yaklaşık % 12 faizle ihraç edilmiştir. Faiz oranlarının oldukça yüksek olmasında 1998 ve 1999 yıllarında, yıllık enflasyon oranının % 70 civarında gerçekleşmesinin etkili olduğu açıkça görülmektedir. 2004 yılında gerçekleştirilen 30 yıllık euro tahvillerde ise faizler % 8 olarak belirlenmiş, bu da ekonomide yaşanan iyileşmesinin göstergesi kabul edilmiştir.

Uluslararası sermaye piyasalarında euro tahvillere uygulanan faiz oranları, tahvili çıkaran ülkenin (veya kar amaçlı kuruluşun) ekonomik durumuyla ve uluslararası piyasalardaki performansıyla doğrudan ilgilidir. Türk euro tahvillerinin faizleri de, ülkenin ekonomik koşulları, hükümet politikaları, dış ekonomik ilişkiler ve ihraç edilecek

tahvillerin vadeleri dikkate alınarak belirlenmiştir. 1991 yılından itibaren Türkiye Cumhuriyeti'ne verilmeye başlanan kredi dereceleri de faizlerin belirlenmesinde önemli rol oynamıştır (Ek 2). Verilen kredi notlarının olumlu olduğu dönemlerde daha düşük faiz oranlarında borçlanabilmek mümkün olurken, olumsuz kredi notu verilen dönemlerde yüksek faiz oranlarından borçlanılmıştır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından verilen olumlu kredi notları, Türk euro tahvillerinin daha fazla talep görmesini sağlamış, ikincil piyasada bu tahvillere olan ilgiyi artırmıştır. Aksi durumda ise ihracı gerçekleştirilen euro tahviller, yeterli miktarda talep çekememiş, ihraçlarda beklenen başarı sağlanamamıştır.

### **35. Türk Euro Tahvillerinin Performansı**

Hazine Müsteşarlığı tarafından, uluslararası piyasalarda satışa sunulmak üzere satışa sunulan euro tahvillerin ihracı, genellikle Hazine Müsteşarlığı'nın yurtdışındaki belirli bir ticari banka veya yatırım bankası ile konsorsiyum lideri olarak anlaşması ve bu kuruma belirli bir risk primi üzerinden yetki (mandate) vermesi ile gerçekleştirilmektedir..

Konsorsiyum lideri olacak kuruluş ile anlaşmaya varıldıktan sonra bu kuruluş (konsorsiyum lideri), toplam ihracı kısmen yüklenen (underwriter) yardımcı konsorsiyum üyelerini (co-participant ya da co-manager) araştırıp bulmakta ve ihraç konsorsiyumunu oluşturmaktadır. (Bu işlemlerin sürdüğü sırada, Hazine Müsteşarlığı konsorsiyum lideri kuruluş ile ihraç tutarının artırılması konusunda değişikliğe giderse, artan kısım yardımcı konsorsiyum üyeleri arasında oransal olarak bölüştürülmektedir.)

Euro tahvillerin ihracında belirlenecek fiyat ise, piyasa şartlarına bağlı olarak, 100 civarında olacak bir net fiyat tespit edilmekte ve o ülkenin piyasasını temsil edebilecek, daha önce ihracı gerçekleştirilmiş bir gösterge (benchmark) euro tahvil belirlenmektedir. Bu işlemden sonra, belirlenmiş benchmark tahvilin fiyat hareketine göre euro tahvilin yeniden satış (reoffer) fiyatı belirlenmektedir. (Bu belirleme yapılana kadar konsorsiyum liderinin ya da yardımcı konsorsiyum üyelerinin piyasaya satış yapmalarına izin verilmemektedir.) Reoffer fiyatı belirlendikten sonra, tahvil ileri valörle piyasaya çıkartılmakta ve bu andan itibaren piyasada serbestçe alınıp, satılmaya başlanmaktadır.

Tahvillerin piyasaya çıkması ile birlikte, bu tahvillerin hukuki durumunu açıklayan “satış sirküleri- offering circular” yayınlanmaktadır. İhraç bedeli ihraççıya ödenmeden önce, bu tahvilin satış şartlarını içeren anlaşma, konsorsiyum lideri ve yardımcı üyeler tarafından imzalanmakta, böylece tahvilin hukuki varlığı kesinleştirilmektedir.

Uluslararası tahvil ve bono ihraçlarında bazı aracı kuruluşlar, bazen sadece reklam amaçlı olarak konsorsiyuma katılmakta ve ilk fırsatta da kendi paylarına düşen kısmı ya direkt olarak ya da brokerleri aracılığı ile konsorsiyum liderine geri satmaktadırlar (bond dumping). Bu aşama ikincil piyasanın başlama aşamasını oluşturmaktadır.

Uluslararası tahvillerin ikincil piyasaları, yurtiçi ve yurtdışındaki bankalar arasında yapılan bankalararası işlemlerle belirlenmektedir. Normal şartlarda belirli bir mekan ve borsası yoktur. Bu tahvillerde likiditenin sağlanmasında en önemli hususlardan bir tanesi tahvil brokerleri'dir. Genellikle, ihracın konsorsiyum lideri o tahvile devamlı olarak çift taraflı fiyat vererek, ikincil piyasanın oluşmasına yardımcı olmaktadır.

Türkiye'nin ihraç ettiği uluslararası tahviller, yaklaşık 1-2 hafta süresince yeni tahvil olarak işlem görmekte olup, ilk 1-2 haftalık süre zarfında söz konusu ihraç, uluslararası piyasalarda “yeni ihraç- new issue” olarak kabul edilmektedir. Bu süre içerisinde bu menkul kıymetler için bir piyasa oluşturmak konsorsiyum liderinin (lead manager) görevi olmasına rağmen, Türk euro tahvillerinde ihtisaslaşmış bazı firmalar aktif olarak işlem yaparak likiditeyi sağlamaktadırlar.

Türkiye gibi, gelişmekte olan ülkelerin geçekleştirdikleri euro tahvil ihraçlarına aracılık eden kuruluşlar, satışı tamamlayana kadar büyük bir faiz oranı riski taşımaktadırlar. Bazı aracı kuruluşlar, bu ülkelere ait tahvilleri portföylerinde tutarak pozitif bir getiri elde etmeyi tercih ederken, bazı aracı kurumların genel eğilimi ise, bu menkul kıymetleri birincil ve ikincil piyasada mümkün olduğunca yüksek bir karla satarak, vade sonuna kadar elde tutmanın riskinden kurtulmaktır. Türkiye'nin kredi riski nedeniyle, bazı aracı kuruluşların portföylerinde sınırlı miktarda Türk euro tahviline yer verdiği görülmektedir. Türk euro tahvillerinin uluslararası piyasalarda tercih edilmesinin önemli nedenlerinden biri de, faizler ABD'de faizlerin yüzde 1, Avrupa'da yüzde 2, Japonya'da sıfıra yakın

oranlarda iken, Türk euro tahvillerinin faizlerini yüzde 8-9 gibi yüksek olmasıdır (Posta Gazetesi, 02.06.2004, s.9).

İkincil piyasa ile ilgili diğer bir önemli nokta ise, söz konusu menkul kıymetlerin ikincil piyasada, birincil piyasaya göre daha ucuz olmasıdır. Buna karşın ikincil piyasada reklam amaçlı katılım olmadığından, rekabet eden aracı kuruluş sayısı birincil piyasaya göre daha azdır. Türkiye Cumhuriyeti tarafından ihraç edilen euro tahvilleri satın alan yatırımcılar incelendiğinde 3 değişik yatırımcı tipi ile karşılaşılmaktadır;

- a. Sabit getirili yatırım aracından oluşan fonlar,
- b. Belli başlı bankalar,
- c. Türk banka ve kurumları.

Yapılan araştırmalarda, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ihraç ettiği euro tahvillerin yaklaşık % 35'inin, o ülkenin gerçek ve tüzel kişilerinin elinde olduğu tespit edilmiştir. Her ne kadar bu tip tahviller yurtdışı ihraçları ise de, yüklü miktarda yurt içi talepleri bulunmaktadır. 2004 başlarında yapılan bir araştırma ile, toplam 27 milyar dolarlık Türk euro tahvilinin, yaklaşık 12 milyar dolarlık kısmının, Türkiye'deki yatırımcılarda olduğu tespit edilmiştir (Radikal Gazetesi, 23.02.2004, s.7). Ancak yabancı bankacılar, Cedel ve Euroclear gibi euro tahvil saklaması yapan uluslararası kuruluşlara dayanarak, yerli yatırımcıların elinde bulunan Türk euro tahvilleri oranının, yüzde 70'lerden fazla olduğunu savunmaktadırlar (Vatan Gazetesi, 08.04.2004, s.6).

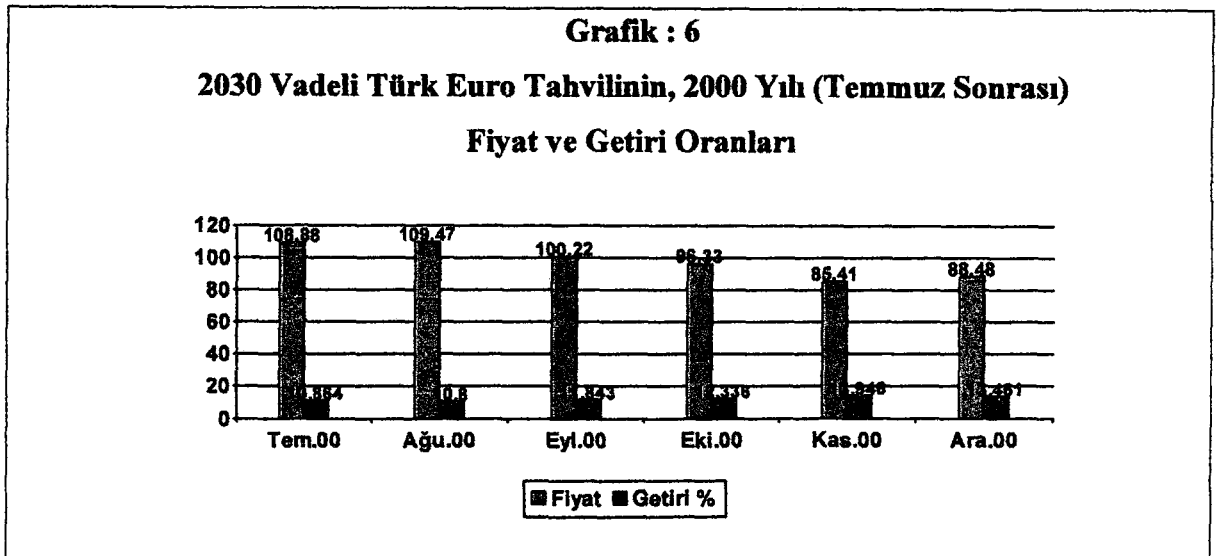
Yurtiçinde yerleşik vatandaşlar, bu tahvilleri alım-satım yapmaktan çok uzun vadeli yatırım aracı olarak bulundurmaktadırlar. Diğer yandan Türk bankaları, yabancı para birimindeki Türk euro tahvillerini, fiyatlarındaki muhtemel artışı tahmin ederek, fazlalık durumundaki döviz rezervlerini kullanmak amacıyla veya bu menkul kıymetleri müşterilerine satmak amacıyla satın almaktadırlar. Ayrıca, Türk kuruluşlar için bu tahvillerin faizinden doğan gelirlerde bazı vergi avantajlarının bulunması, yatırımcıların bu tahvillere yatırım yapmasını sağlamaktadır (BULUT, 2004, s.7). Yatırımcıların, euro tahvillere yatırım yapmasının diğer bir nedeni de, döviz mevduatına yıllık ortalama yüzde 3 - 3.5 civarında faiz ödenmekteyken, yine döviz cinsinden bir yatırım aracı olan euro tahvillerde yıllık getiri oranının çok daha yüksek olmasıdır (HATISARU, 2003, s.8).



Geriyeye kalan yurtdışı oyuncularında ise likidite çok geniş dalgalanma göstermektedir. Özellikle ülkenin yurtdışından görünüşü detaylı olarak bilinmediğinden, fiyat hareketleri çok hassaslaşabilmekte ve bu hassas zamanlarda likidite olduğu gibi kaybolmaktadır. Ortalama olarak 3 yıl vadeli bir euro tahvilin alım-satım spread'i 0.0050-0.0075 arasında değişmekteyken, hassas zamanlarda bu spread 0.01-0.015 seviyesine çıkabilmekte hatta zaman zaman hiç fiyat bulunamamaktadır. Yıllık verim ve iskonto oranları hem ihracının risk primine, hem de tahvile baz teşkil eden döviz cinsinden olan hazine bonusu veya devlet tahvili getirilerine bağlı olarak değişmektedir.

Türk euro tahvillerinde oluşan fiyatlar ve getiri oranları incelendiğinde, uluslararası piyasalardaki koşulların ve faiz oranlarının yanında, ülke içi ekonomik koşulların da fiyat değişimlerine büyük oranda etki ettiği görülmektedir. Ülke içi ekonomik koşulların olumlu olduğu durumlarda fiyatlar yükselme göstermekte, aksi halde ise fiyatlar gerilemektedir. 2030 vadeli euro tahvilde oluşan fiyatlar ve getiri oranları incelendiğinde, özellikle 2001 yılında yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle yaşanan fiyat düşüklükleri açıkça görülebilmektedir (Grafik 7).

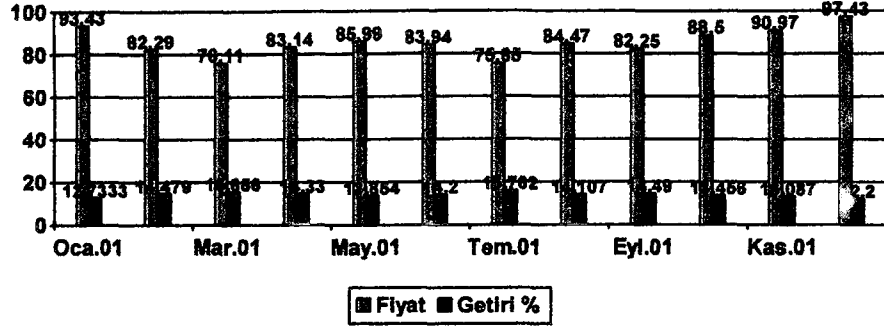
Grafik 6-7-8-9 ve 10, 15 Ocak 2030 vadeli Türk euro tahvilinin, 2004 Mayıs tarihine kadar gerçekleşen ay sonu fiyatlarını ve getiri oranlarını göstermektedir. (2030 vadeli tahvilin seçilmesinin nedeni, bu tahvilin Türkiye'nin gösterge tahvili kabul edilmesi ve piyasada daha uzun bir süredir işlem görmekte olmasıdır.)



Kaynak: İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri

Grafik : 7

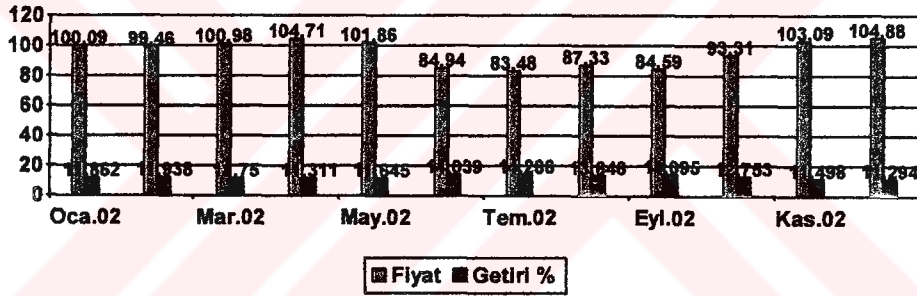
## 2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2001 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları



Kaynak: İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri

Grafik : 8

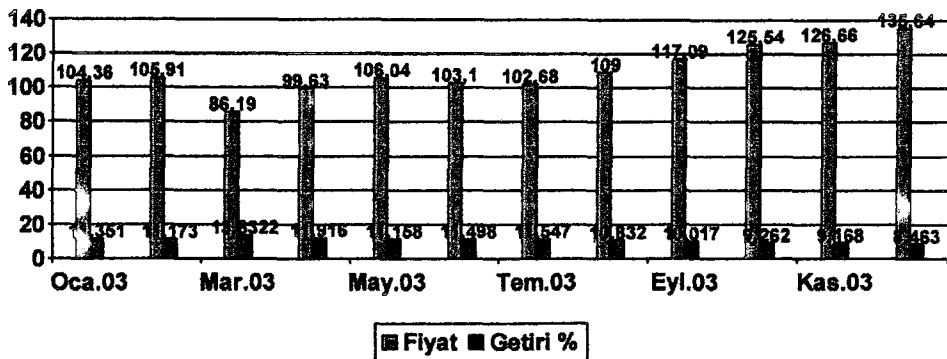
## 2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2002 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları



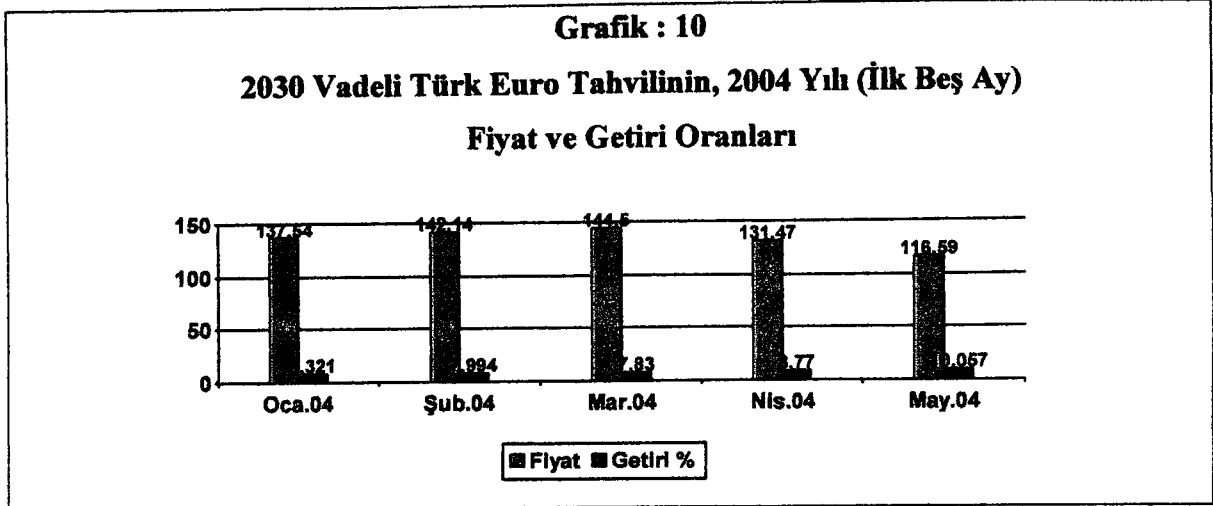
Kaynak: İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri

Grafik : 9

## 2030 Vadeli Türk Euro Tahvilinin, 2003 Yılı Fiyat ve Getiri Oranları



Kaynak: İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri



Kaynak: İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri

### 36. İMKB'nin Euro Tahvillerle İlgili Düzenlemeleri ve Uygulamaları<sup>22</sup>

Türkiye'de, yurtdışındaki yatırımcılara sunulmak üzere ihraç edilecek uluslararası tahviller, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası tarafından ihraç edilmekte, bu tahvillerin ikincil piyasadaki alım satım işlemleri İMKB tarafından gerçekleştirilmektedir. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası, 24 Şubat 1997 tarihinde, 40 adet Türk euro tahvilinin işlemlere açılmasıyla faaliyetlerine başlamıştır<sup>23</sup>.

Uluslararası finansal piyasaların ülke ekonomileri için oldukça cazip hale gelmesi ve Türkiye'nin de bu piyasalarla ilişkilerinin artması, İMKB bünyesinde uluslararası finansal enstrümanlarla ilgili ayrı bir oluşumun meydana gelmesini gerekli kılmıştır. Bu piyasalarla olan ilişkilerde düzenlemeler oluşturmak amacıyla İMKB Tahvil ve Bono Piyasası haricinde Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası oluşturulması gündeme gelmiştir.

İMKB bünyesinde, euro tahvil gibi yabancı borçlanma araçlarının doğrudan, yabancı şirketlerin hisse senetlerinin ise depo sertifikası olarak işlem görebileceği "Uluslararası Pazar (UP)" çalışmaları 1994 yılı sonunda başlamış, 30 Ocak 1995 tarihinde serbest bölge kapsamında faaliyet gösterebileceğine ilişkin Bakanlar Kurulu kararı ile piyasa ile ilgili ilk adım atılmıştır.

<sup>22</sup> Bu kısım İMKB 170 Nolu genelgesi kullanılarak hazırlanmıştır.

<sup>23</sup> Bu tarihten önceki euro tahvil işlemleri, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası tarafından yapılmaktaydı.

Uluslararası tahvil ve Bono Piyasası'nın kuruluşu, faaliyete geçişi ile ilgili bazı aşamalar, tarihsel olarak aşağıda sıralanmıştır:

- 30.01.1995 : Uluslararası Pazar'ın serbest bölge kapsamında faaliyet göstermesine ilişkin 95/6571 sayılı Karar'ın Bakanlar Kurulu'nda kabul edilmesi
- 24.07.1995 : İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi Uygulama Yönetmeliği'nin yayınlanması (Sayı No:22353)
- 04.09.1995 : Bölge Müdürünün atanması ve Bölge'nin resmen faaliyete geçmesi
- 14.06.1996 : İMKB UP Yönetmeliği'nin ve Takas ve Saklama İşlem Yönetmeliği'nin Resmi Gazete'de yayınlanması (Sayı No: 22666)
- 18.02.1997 : Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerce, yurtdışında üzere ihraç edilen uluslararası tahvillerin "İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda İşlem Görme ve Takas Esasları" genelgesinin (Genelge No:71) yayınlanması
- 24.02.1997 : Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nın 40 adet Türk euro tahvilinin işlemleri ile faaliyete geçmesi
- 17.07.1997 : Uluslararası kapsamda ihraç edilen depo sertifikalarıyla ilgili genelgenin yayınlanması (Genelge No:79)
- 25.07.1997 : Depo Sertifikaları Piyasası'nın faaliyete geçmesi
- 26.08.1997 : "İMKB UP Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo İşlem ve Takas Esasları" genelgesi'nin yayınlanması (Genelge No:84)
- 24.03.1999 : "Türkiye Cumhuriyeti ve Mahalli İdareleri Tarafından Yurtdışında Satılmak Üzere Euro Cinsinden İhraç Edilen Uluslararası Tahvillerin İşlem Görme ve Takas Esasları" genelgesinin yayınlanması (Genelge No:110)
- 07.02.2002 : Bazı ulusal para birimlerinin euro'ya dönüşmesi nedeniyle, 70, 84 ve 79 nolu genelgelerin yürürlükten kaldırılması ve yerlerine sırasıyla 170, 172 ve 171 nolu genelgelerin yürürlüğe girmesi.

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda menkul kıymetlerin işlem görebilmeleri ile ilgili bazı temel prensipler ise şunlardır:

a. İMKB Uluslararası Pazar, serbest bölge statüsünde kurulmuş olup, işlemler İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi içinde gerçekleştirilmektedir

b. Pazarda işlem görmesi istenen yabancı sermaye piyasa araçları, İMKB Yönetim Kurulu kararı ile işlem görebilmektedir

c. Tüm işlem ve ödemelerde para birimi olarak ABD doları kullanılmaktadır. Ancak İMKB Yönetim Kurulu kararıyla diğer para birimlerinin kullanılmasına da izin verilebilmektedir

d. En az bir borsada kote edilmiş olan borsa dışı piyasalarda işlem gören ve Kot İçi Pazar'a kabul şartları taşıyan menkul kıymetler UP Kot İçi Pazar'da; Kot Dışı Pazar'a kabul şartları taşıyan menkul kıymetler de UP Kot Dışı Pazar'da işlem görürler.

e. Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlemler, çok fiyat-sürekli müzayede sistemi içinde gerçekleşmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Müdürlüğü Uluslararası Pazar Yönetmeliği'ne dayanılarak çıkarılan 170 numaralı genelgeyle, İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nın işleyişi, alım-satımı ve takaslarıyla ilgili düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemelerle, Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerince yurtdışında satılmak üzere ihraç edilen uluslararası tahvillerin, İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görme ve takas esaslarının düzenlenmesi amaçlanmıştır.

### **360. İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasasının İşleyişi İle İlgili Esaslar**

#### **3600. Piyasanın Temel Kuralları ve Kotasyon**

Uluslararası piyasalarda işlem gören tahviller, piyasalarda İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası (UP) Kesin Alım-Satım İşleyiş ve Takas Esasları (170 numaralı genelge)

dahilinde belirlenen kurallar çerçevesinde işlem görebilmektedirler. Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda uluslararası tahvillerle ilgili işlemler, her işgünü saat 10:00 ile 17:00 arasında gerçekleştirilebilmektedir.

Piyasada, Borsa Yönetim Kurulu tarafından işlem yapma yetkisi verilen banka ve aracı kurumlar işlem yapabilmektedirler. Temsilci bulundurulması durumunda ise; işlem yetkisi verilen banka ve aracı kurumlar tarafından yetkilendirilen ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nde belirtilen niteliklere sahip olduğu tespit edilerek, borsa tarafından yeterliliği onaylanan temsilciler, piyasada işlem yapabilmektedirler. İşlemleri gerçekleştirecek temsilcilerde, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası sertifikası olması şartı aranmaktadır.

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda uluslararası tahvillere ilişkin alım-satım emirleri, menkul kıymetin ihraç edildiği döviz cinsi üzerinden verilmektedir. Herhangi bir döviz cinsinden ihraç edilen tahvillerde emirler aynı döviz cinsi ve 100 birim üzerinden fiyatlandırılmakta ve tüm ödemelerde kullanılan döviz cinsi, işlem yapılan döviz cinsinden düzenlenmektedir. (Alman markı ve İtalyan lireti cinsinden ihraç edilen ve 02.01.2002 tarihinden itibaren ödemeleri euro'ya dönüştürülen tahvillere ilişkin alım-satım emirleri euro cinsinden verilir, 100 birim üzerinden fiyatlandırılır ve ödemelerde kullanılan döviz cinsi euro'dur.)

Piyasa'da işlem görecektir olan Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerince yurtdışında satılmak üzere ihraç edilen Uluslararası Tahvil işlemlerinde Amerikan doları cinsinden yapılan ihraçlarda emirler en az 100.000 Amerikan doları ve katları, Japon yeni cinsinden yapılan ihraçlarda emirler en az 10.000.000 Japon yeni ve katları, İngiliz sterlini cinsinden yapılan ihraçlarda emirler en az 100.000 İngiliz sterlini ve katları, euro cinsinden yapılan ihraçlarda emirler en az 100.000 euro ve katları şeklinde iletilir.

Alman markı ve İtalyan lireti cinsinden ihraç edilen ve 02.01.2002 tarihinden itibaren ödemeleri euro'ya dönüşen tahvillerde emirler en az 100.000 euro ve katları şeklinde iletilir. Uluslararası kapsamda diğer döviz cinslerinden ihraç edilen tahviller için lot büyüklükleri ise Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Piyasada faaliyet göstermesi istenen tahvillerin kotasyona tabi tutulması gerekmektedir. Piyasa’da uluslararası tahvillerin kotasyonu (tanımlanması) yöntemi aşağıdaki şekildedir. Yeni ihraç edilen veya işleme yeni açılan menkul kıymetler için verilen tanımlar, her gün yayınlanan, Borsa Günlük Bülteni’nde yayınlanmaktadır.

Kotasyon işleminde;

- a. Tarih, menkul kıymetin itfa tarihini (anapara ödeme tarihini),
  - b. İzleyen üç harf; menkul kıymetin ihraç edildiği döviz cinsini,
  - c. İzleyen rakam; bir yılda yapılan kupon ödeme sayısını, (1: Bir kez, 2: İki kez, 4: Dört kez,...),
  - d. İzleyen dört harf; Menkul kıymeti ihraç eden kuruluş kodunu,
  - e. Sonraki rakam menkul kıymetin varsa kupon faiz oranını, değişken faizli menkul kıymetlerde LIBOR oranı üzerine ilave edilecek faiz oranını,
  - f. İzleyen üç harf ; menkul kıymetin türünü
- (F (fixed): Sabit faizli; FR (floating rate): Değişken faizli; ZC (zero coupon): Kuponsuz; SD (step down): Azalan faizli) göstermektedir.

Uluslararası tahvilin tanımında kullanılacak, ABD doları’nın kısa ifadesi “USD”, euro’nun kısa ifadesi “EUR”, Alman markı’nın kısa ifadesi “DEM”, İtalyan liri’nin kısa ifadesi “ITL”, İngiliz sterlini’nin kısa ifadesi “GBP”, Japon yeni’nin kısa ifadesi “JPY” olacaktır.

Örneğin; 140234USD2TR8F,

Türkiye Cumhuriyeti tarafından yurtdışında satılmak üzere Amerikan doları cinsinden ihraç edilen 14.02.2034 vadeli yılda iki defa % 8,0 kupon faizi ödemeli uluslararası tahvilin,

150304EUR1TR9.5F,

Türkiye Cumhuriyeti tarafından yurtdışında satılmak üzere euro cinsinden ihraç edilen 15.03.2004 vadeli yılda bir defa % 9.5 kupon faizli uluslararası tahvilin uluslararası piyasalarda tanınmasını sağlamaktadır.

### 3601. Fiyatlandırma

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem gören uluslararası tahvillerin fiyatlandırılması aşağıdaki formülle yapılmaktadır.

#### a.) Fiyat (Price):

$$\frac{\frac{CPN\%}{M} \frac{DSC}{E} \times \left[ 1 + \frac{1 - \left(1 + \frac{Y}{M}\right)^{N-1}}{\frac{Y}{M}} \right]}{\left(1 + \frac{Y}{M}\right)^{N-1 + \frac{DSC}{E}}} + \frac{CALL}{\left(1 + \frac{Y}{M}\right)^{N-1 + \frac{DSC}{E}}} - \frac{A}{E} \times \frac{CPN\%}{M}$$

- CALL :İtfa değeri (Aksi belirtilmedikçe 100)  
A :Son kupon ödeme tarihinden valör gününe kadar geçmiş gün sayısı  
E :Kupon ödeme dönemi içindeki gün sayısı  
DSC :(E - A) İlk kupon ödeme tarihine kalan gün sayısı  
M :Bir yıl içindeki kupon ödeme sayısı  
N :İtfaya kadar kupon ödeme sayısı,  
Y :Vadeye kadar getiri oranı (%8 ise 0.08 girilecek)  
CPN % :Kupon faiz oranı (%8 ise 8 girilecek)

Ayrıca, fiyatlama formüllerinde sabit faizli ve kuponsuz menkul kıymetler için ay 30 ve yıl 360 gün, değişken faizli menkul kıymetlerde ise ay gerçek gün sayısı (28,29,30,31) ve yıl 360 gün olarak kabul edilmektedir.

Yukarıdaki Formülde;

Değişken faizli tahviller için, N = 1

Kuponsuz tahviller için, CPN% = 0, E = 360, M = 1, N = 1

değerleri girilerek fiyatlama yapılmaktadır. (Kuponsuz tahvillerde CPN= 0 olacağından tahakkuk etmiş faiz her zaman 0 olacaktır.)



Euro cinsinden tahviller için gün sayım konvansiyonu, “Gerçek Gün Sayısı/Gerçek Gün Sayısı” olup, formülde yer alan A, E ve DSC rakamları belirtilen tarihler arasındaki gerçek gün sayılarını ifade etmektedir. (Ödemeleri euro’ya dönten Alman markı ve İtalyan liri cinsinden ihraçlarda 30/360 gün hesabı aynı kalacaktır.)

**b.) Tahakkuk Etmiş Faiz :**

Tahakkuk etmiş faiz  $\frac{A}{E} \times \frac{CPN\%}{M}$  formülüyle hesaplanmaktadır.

Fiyat, son kupon ödeme tarihinden valör tarihine kadar olan süre içinde tahakkuk etmiş olan kupon faizini içermemektedir. Dolayısıyla gerçekleşen bir işlemin alıcısı tahakkuk etmiş faizi ödemekle yükümlüdür. Valör tarihindeki tahakkuk eden faizi hesaplayabilmek için baz alınacak gün sayısı sabit faizli menkul kıymetler için aşağıdaki şekilde, değişken faizli menkul kıymetler için ise ay hesabında gerçek gün sayısı dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

$$\text{Tahakkuk Eden Gün Sayısı} = (D2-D1)+30 (M2-M1)+360 (Y2-Y1)$$

D1: Son Kupon Ödemesinin Yapıldığı Gün,

D2: Valör Tarihindeki Gün,

M1: Son Kupon Ödemesinin Yapıldığı Ay,

M2: Valör Tarihindeki Ay,

Y1: Son Kupon Ödemesinin Yapıldığı Yıl,

Y2: Valör Tarihinin İçinde Bulunduğu Yıl.

Alıcı için toplam nakit yükümlülüğü [Nominal tutar x (İşlem Fiyatı +Tahakkuk Etmiş Faiz)/100] kadar olacaktır. Kupon ödeme gününün valör tarihiyle çakışması halinde ise kıymeti o gün valörle satan kişinin kupon ödemesinin tamamını alacağı düşünüldüğünden toplam nakit yükümlülüğü [(Nominal tutar x İşlem Fiyatı)/100] kadar olacaktır.

**Örnek:**

14 Ocak 2004 tarihinde ihraç edilen ve itfa tarihi 14 Şubat 2034 olan, yılda iki kez kupon ödemeli (14 Şubat-14 Ağustos), 30 yıl artı bir ay vadeli, kupon faizi yıllık % 8,0 olarak belirlenmiş, sabit faizli, Amerikan doları cinsinden ihraç edilen bir Türk euro tahvilinin 01 Haziran 2004 tarihinde, fiyatının 88,375 olarak oluşması ve bu fiyattan satın alınmak istenmesi durumunda getiri oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Call	: 100
A	: 106
E	: 180
DSC	: 74 (E-A=180-106)
M	: 2
N	: 60 (30* 2)
CPN%	: 8,0
Fiyat	: 88,375

$$\frac{\frac{8,0}{2}}{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{\frac{74}{180}}} \times \left[ 1 + \frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{60-1}}}{\frac{Y}{2}} \right] + \frac{100}{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{60-1 + \frac{74}{180}}} - \frac{106}{180} \times \frac{8,0}{2} = 88,375$$

Y (Vadeye Kadar Getiri) = % 9,14 olarak bulunur.

Tahakkuk etmiş Faiz= 2,35556

Toplam Nakit tutarı= 100,000\*(88,375+2,35556)/100=90,730 \$ olarak elde edilir  
(100,000 \$ Nominal değer için).

**Örnek:**

24 Eylül 2003 tarihinde ihraç edilen ve itfa tarihi 15 Ocak 2014 olan, yılda iki kez kupon ödemeli (15 Ocak-15 Temmuz), 10 yıl artı dört ay vadeli, kupon faizi yıllık % 9,5 olarak belirlenmiş, sabit faizli, Amerikan doları cinsinden ihraç edilen bir Türk euro tahvilinin 01 Haziran 2004 tarihinde, 0,0966 getiriyle satın alınmak istenmesi durumunda yatırımcının teklif edeceği fiyat aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Call	: 100
A	: 135
E	: 180
DSC	: 45 (E-A=180-135)
M	: 2
N	: 20 (10* 2)
CPN%	: 9,5
Y	: 0,0966
Fiyat	: ?

$$\frac{\frac{9,5}{2}}{\left(1 + \frac{0,0966}{2}\right)^{\frac{45}{180}}} \times \left[ 1 + \frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{0,0966}{2}\right)^{20-1}}}{\frac{0,0966}{1}} \right] + \frac{100}{\left(1 + \frac{0,0966}{2}\right)^{20-1 + \frac{45}{180}}} - \frac{135}{180} \times \frac{9,50}{2} = 99,0$$

Yatırımcının 0,966 getiri elde etmek istemesi durumunda fiyat 99,0 olarak elde edilir.

**3602. Emirlerin Borsa'ya İletilmesi ve İşleme Sokulması**

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda uluslararası tahvil alım satım işlemleri en az üç, en fazla doksan gün valörle yapılabilmektedir. Değişken faizli tahvillerde, yeni dönem kupon faiz oranı belirlenme tarihinden önce yapılacak işlemlerde, yeni kupon faizinin başladığı tarihten sonraki dönemlere ilişkin valörlü emir verilememektedir.

Piyasada işlem yapan aracı kuruluşların temsilcileri, piyasa işlem salonu'nun bu işlem için belirlenmiş telefon numarasını arayarak emirlerini iletmektedirler. İşlem yapan aracı kuruluşun yetkili temsilcisi, kendisine verilen şifreyi piyasa eksperlerine söyledikten sonra, işlem yapmak istediği menkul kıymetin, sırasıyla,

- a. Tanımını
- b. İşlem türünü (alım-satım)
- c. Valörünü ( En fazla 90 gün valörlü emir verilebilir.)
- d. Nominal tutarını
- e. Fiyatını (ABD doları, euro veya diğer para birimleri üzerinden ) bildirir.

Emir, piyasa eksperleri tarafından sisteme girilir ve sistem tarafından üretilen "emir numarası" yetkili temsilciye bildirilir. Temsilci verdiği emirle ilgili yapmak istediği değişikliklerde kendisine verilen "emir numarası" nı eksperlere söylemek zorundadır.

Piyasa eksperleri tarafından sisteme girilen emirler içerisinde bilgisayar tarafından belirlenen; alımda en yüksek fiyatlı, satımda en düşük fiyatlı emirler bilgi dağıtım kuruluşları (Reuters vb.) aracılığıyla anında üyelere iletilmektedir.

İlgili piyasaya iletilen emirler içerisinde en iyi talep veya tekliften işlem olması durumunda sonraki bekleyen en iyi talep veya teklif otomatik olarak ekrana gelir. Daha kötü fiyatlı emirler, fiyat ve zaman önceliğine göre sistemde yer alır fakat ekranlarda görünmemektedir. Aynı fiyatlı alım ve satım emirleri ekranda kümülatif olarak görünmektedir. Üyeler istedikleri takdirde, ekranda yer alan en iyi emir dışındaki diğer tüm geçerli emirleri öğrenebilmektedirler.

Bütün emirler, emrin verildiği gün saat 17:00'ye kadar geçerlidir. Aracı kuruluşlar, piyasaya verdikleri emirlerden karşılanmamış olanları istedikleri an iptal edebilirler veya yeni emirler vererek değiştirebilirler.

Sistemde yer alan iki karşıt emrin gerçekleşmesi, o ana kadar verilmiş emirler arasında fiyat ve zaman öncelikleri göz önünde bulundurularak alımda en yüksek fiyatlı, satımda en düşük fiyatlı emirlere öncelik verilerek sağlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, fiyat eşitliği

olan emirlerin gerçekleşmesinin yanı sıra, var olan alış emrinin fiyatından daha düşük fiyatlı satış emri geldiğinde veya var olan satış emrinin fiyatından daha yüksek fiyatlı alım emri geldiğinde de iki karşıt emrin gerçekleşmesi mümkündür. Bu durumda, sistemde öncelikle varolan emrin fiyatı işlem fiyatı olur.

Aynı fiyatlı emirlerde “zaman önceliği” kuralı uygulanmaktadır. Aynı fiyatlı emirler ekrana toplanarak yansıtıldığından, bir alım veya bir satım emriyle birden fazla karşıt emri aynı anda karşılamak da mümkündür. Aktif olarak yapılan işlemlerde işlemin teyidi ve karşı tarafı, üyeye telefonda anında bildirilmekte ve gerçekleşen işlemlere ait sözleşme dökümü her iki üyeye de en kısa sürede fakslandığıdır. Piyasa telefonları sürekli olarak kayıt cihazlarıyla kaydedilmekte ve piyasada yapılan işlemler, borsa tarafından taraflara gönderilen teyit faksları ile gerçekleştirilmiş sayılmaktadır. Gerçekleştirilecek işlemlerle ilgili doğabilecek anlaşmazlıkların çözümünde, sadece borsa faks mesajları ve kayıtları ile ses kayıtları delil olarak kabul edilmektedir.

Eksper hatası nedeniyle gerçekleşen işlemler, Uluslararası Pazar Müdürü'nün onayıyla iptal edilebilmekte veya bu işlemler üzerinde ilgili üyelere yazılı bildirimle değişiklik yapılabilmektedir. Üye hatası sonucunda gerçekleşen işlemler prensip olarak iptal edilmemektedir. Ancak, alıcı ve satıcı üyeler tarafından yazılı olarak onaylanan ve borsa tarafından kabul edilebilir bir gerekçeye dayanan iptal talepleri değerlendirilerek, gerçekleşen bir işlem iptal edilebilmektedir.

Piyasa'da yapılan işlemler için tarafların her birinden ayrı ayrı, işlem tutarı üzerinden % 0,25 (binde 2,5) oranında alınan kurtaj tutarının % 2'si, (İşlem tutarının yüzbinde 5'i) borsa payı olarak tahakkuk ettirilir. Takas ve saklama işlemlerine ilişkin maliyetler ise Takasbank tarafından ayrıca tahakkuk ettirilir.

### **361. Takas ve Saklama İle İlgili Esaslar**

#### **3610. Genel Esaslar**

a. Piyasa'da işlem gören Uluslararası Tahvil'lerin menkul kıymet ve nakit takas işlemleri İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından yapılmaktadır. Ancak,

piyasada işlem görecek menkul kıymetlerin yurtdışında bulunması ve işlemlerin döviz cinsinden yapılması nedeniyle Takasbank söz konusu işlemleri muhabir bankaları aracılığı ile sonuçlandırabilmektedir.

b. Menkul kıymet takas işlemleri Takasbank'ın Euroclear nezdinde açtığı hesap numarası üzerinden sonuçlandırılmakta ve piyasada işlem yapan üyeler kıymet yükümlülüklerini bu hesaba yatırarak yerine getirmektedirler.

c. Takas süresi en az üç iş gündür. İş günü; Türkiye, Euroclear ve işlem yapılan döviz cinsinin yerel piyasalarının resmi olarak açık olduğu gündür. Euro cinsinden işlemlerde iş günleri Türkiye, Euroclear ve Citibank/Frankfurt'un resmi olarak açık olduğu günlerdir. Takas ve temerrüde ilişkin olarak belirtilen saatler, işlem türüne göre ilgili ülkelerin yerel saatleridir.

d. İşlemlerin nakit takası, menkul kıymetlerin ihraç edildikleri döviz birimi cinsinden yapılır. DEM ve ITL cinsinden ihraç edilmiş menkul kıymetlerin nakit takası ise euro cinsinden yapılmaktadır.

e. Yükümlülükler netleştirilmiş tutarlar üzerinden yerine getirilmektedir. Menkul kıymet tanımı, valör ve döviz birimi bazında netleştirme yapılmakta, değişik döviz cinsleri arasında netleştirme yapılmamaktadır (farklı para birimleri cinsinden ihraç edilmiş ancak nakit takası euro cinsinden yapılacak menkul kıymetler hariç).

f. Piyasada işlem yapacak üyeler, işlem konusu menkul kıymetlerini, Euroclear nezdinde veya herhangi bir saklama kuruluşunda saklayabilecekleri gibi, kıymetlerini Takasbank'ın Euroclear nezdinde açtığı menkul kıymet saklama hesabına devrederek saklama hesaplarını Takasbank nezdinde de açtırabilmektedirler.

Esas olan üyelerin kıymet yükümlülüklerini Takasbank'ın Euroclear nezdinde açtığı hesaba belirtilen takas süreleri içinde devrederek yerine getirmeleridir.

g. Üyeler, nakit yükümlülüklerini Takasbank'ın muhabir bankası olan Citibank nezdinde Takasbank'ın açtığı hesaplara yatırmak sureti ile yerine getirmektedirler.

h. Üyeler, işlem yaptıkları her bir döviz cinsine göre, nakit alacaklarının gönderilmesini istedikleri bankayı ve hesap numarasını, genel bir talimatla Takasbank'a bildirmektedirler. Söz konusu bankayı veya hesap numarasını değiştirmek isteyen üyeler, bu değişikliği en az 2 işgünü önce Takasbank'a bildirmekle yükümlüdürler.

i. Üyeler, menkul kıymet alacaklarının gönderilmesini istedikleri saklama kuruluşu ve hesap numarasını genel bir talimatla Takasbank'a bildirirler. Söz konusu kuruluşu veya hesap numarasını değiştirmek isteyen üyeler, bu değişikliği en az 2 işgünü önce Takasbank'a bildirmekle yükümlüdürler.

Yükümlülüklerini yerine getirmiş üyelere nakit ve/veya menkul kıymet alacaklarının ödenmesi/aktarılması, diğer üyelerin yükümlülüklerini yerine getirmeleri sonucunda ilgili nakit ve menkul kıymetlerin takas havuzunda mevcut olmasına bağlıdır.

### **3611. Yükümlülüklerin Yerine Getirilmesi ve Alacakların Ödenmesi**

#### **a. Yükümlülüklerin Yerine Getirilmesi**

ABD doları cinsinden gerçekleştirilen işlemlerde alıcı üye, (nakit borçlu, kıymet alacaklı) V-2 gününde kendi muhabir bankasına Takasbank'ın Citibank/New York nezdindeki hesabına, euro para birimiyle gerçekleştirilen işlemlerde Takasbank'ın Citibank/Frankfurt nezdinde açtırdığı hesaba, Japon yeni cinsinden gerçekleştirilen işlemlerde Takasbank'ın Citibank/Tokyo nezdinde açtırdığı hesaba, İngiliz sterlini ile gerçekleştirilen işlemlerde Takasbank'ın Citibank/Londra nezdindeki hesaba V günü valörü ile ödeme yapılması için talimat gönderir ve bu talimatın bir kopyasını aynı gün mesai saati bitimine kadar Takasbank'a iletir. Alıcı üye nakit yükümlülükleri V gününde yerine getirilmiş olması gerekmektedir. Aksi halde üye temerrüde düşmüş sayılır ve temerrüt hükümleri uygulanmaktadır.

Satıcı üye (nakit alacaklı, kıymet borçlu) ABD doları veya euro ile gerçekleştirilen işlemlerde V günü saat 15:00'a (Belçika saati) kadar, Japon yeni ile gerçekleştirilen işlemlerde V-1 günü saat 15:00'a (Belçika saati) kadar, İngiliz sterlini ile gerçekleştirilen işlemlerde V günü saat 11:00'a (Belçika saati) kadar menkul kıymet borçlarını Takasbank'ın

Euroclear nezdindeki hesabına aktarırlar. Menkul kıymet yükümlülüklerini önceden belirlenen saate kadar yerine getirmeyen üyeler temerrüde düşmüş sayılmakta ve temerrüt hükümleri uygulanmaktadır.

### **b. Alacakların Ödenmesi**

Menkul kıymet yükümlülüklerini belirlenen gün ve saatte yerine getiren üyelerin nakit alacaklarının, V günü valörüyle ilgili hesaplara ödenmesi için Takasbank tarafından Citibank'ın ilgili şubesine talimat gönderilir.

Nakit yükümlülüğünü V günü saat 16:00'a kadar (Türkiye saati ile) yerine getiren üyelerin menkul kıymet alacaklarının aktarılması için Takasbank tarafından V günü Euroclear'a talimat gönderilmekte, nakit yükümlülüğünü V günü ancak saat 16:00'dan sonra (Türkiye saati ile) yerine getirebilen üyelerin menkul kıymet alacaklarının ilgili hesaplara aktarılması için ise Euroclear'e V+1 günü talimat gönderilmektedir.

## **362. Temerrüt İle İlgili Esaslar**

### **3620. Genel Esaslar**

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda uluslararası tahvillere ilişkin olarak gerçekleşen işlemlere ait yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeye uygulanacak temerrüt faizi ile mağdur üyelere ödenecek tutar ve disiplin hükümlerine ilişkin esaslar aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir.

Üyelerin kesinleşen alım-satım işlemlerine ait karşılıklı yükümlülükleri, işlemin kesinleşmesini takip eden ve bu genelgeyle belirtilen süreler içerisinde yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeden temerrüde düştüğü tarihten itibaren taahhüdünü yerine getirdiği tarihe kadar;

a. Temerrüde düşülen menkul kıymetler için, ilgili menkul kıymetlerin işlem günlerindeki ağırlıklı ortalama fiyatlarından hesaplanan toplam borsa değerleri,

b. Temerrüde düşülen nakit için, toplam nakit değeri,



esas alınarak temerrüt faizi hesaplanmaktadır.

Temerrüde düşen üye, temerrüt halini V gününde sona erdirmeyeceği takdirde aynı günü takip eden ilk seansta işlem konusu menkul kıymetler, Borsa Yönetimi tarafından eksper marifetiyle re'sen alınılmakta veya sattırılmaktadır.

Bu surette yapılan alım veya satımın sonuçları, yerine getirilmeyen alım veya satıma göre daha olumlu ise, herhangi bir işlem yapılmaz; işlem eskisine göre daha olumsuz şartlarda yapılmış ise, yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye aradaki farkı Takasbank'a ödemek zorundadır. İşlem konusu menkul kıymetleri satın almak veya satmak mümkün olamamış ise ve/veya anapara, değer farkları ve temerrüt faizi gibi üyenin yükümlülüğünün gerektirdiği ödemeler yapılmamış ise, ödenmesi gereken para, üyenin borsaya yatırmış olduğu teminattan, borsaca re'sen karşılanır. Temerrüde düşen üyeye, disiplin hükümleri, bu üyenin savunması Borsa Başkanlığı'nca alınarak Yönetim Kurulu kararı ile uygulanır.

Temerrüde düşen üyenin savunması, 3 iş gününden az olmamak üzere, Borsa Başkanlığı'nca verilecek süre içerisinde alınır. Bu süre içerisinde kabul edilebilir bir özrü olmaksızın yazılı savunmasını vermeyen üye savunmasından vazgeçmiş sayılmaktadır.

Temerrüt cezaları, tahakkuk tarihinden itibaren bir iş günü içerisinde ödenmektedir.

### **3621. Temerrüt Faizi Uygulanması**

Menkul kıymet ve nakit yükümlülüğünü V valörüyle yerine getirmeyen üyelere, temerrüdün doğduğu tarihte Euroclear tarafından uygulanan Temerrüt Faizi + % 1 oranında temerrüt cezası uygulanmaktadır. Bu temerrüt cezası üç aylık dönem içerisindeki ilk temerrüt hali için uygulanmakta, aynı dönem içerisinde her bir ilave temerrüt için bu oran % 1 artırılmaktadır.

Örneğin, üç aylık dönem içerisinde ikinci kez temerrüde düşen üyeye uygulanacak temerrüt faizi, temerrüdün doğduğu tarihte Euroclear tarafından uygulanan Temerrüt Faizi + % 2; üçüncü kez temerrüde düşen üyeye uygulanacak temerrüt faizi temerrüdün doğduğu tarihte Euroclear tarafından uygulanan Temerrüt Faizi + % 3 oranında olacaktır.

### **3622. Disiplin Cezaları**

Piyasa'da işlem yapan üyelerden, ikinci kez V valörüyle yükümlülüğünü yerine getiremeyip temerrüde düşen ve Başkanlık tarafından alınan savunmaları geçerli kabul edilmeyen üyelere disiplin cezası uygulanmaktadır.

Para cezaları disiplin para cezası olup, temerrüt faizinden ayrı olarak Borsa Başkanlığı'nca tahakkuk ve tahsil ettirilmektedir.

İkinci temerrüdün gerçekleşmesi durumunda derhal disiplin kovuşturmasına başlanmakta ve en son temerrüde düşülen tarih yeni dönemin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Temerrüt haline ilişkin itirazlar ile savunmalar ise Borsa Başkanlığı'na yapılmaktadır.

İkinci kez temerrüde düşülmesi halinde uygulanacak temerrüt disiplin cezası kademeleri; birinci kez temerrüde düşülmesinde en az 500 ABD doları para cezası, ikinci kez düşülmesinde en az 500 ABD doları para cezası ve 3 gün piyasa üyeliğinden geçici olarak çıkarılma, üçüncü kez temerrüde düşülmesinde en az 500 ABD doları para cezası ve 5 gün piyasa üyeliğinden geçici olarak çıkarılma şeklindedir.

### **363. Teminatla İle İlgili Esaslar**

#### **3630. Teminat Tutarı ve İlgili Hesaplar**

Piyasa'da işlem yapacak üyeler için 50.000 ABD doları (veya aşağıda belirtilen döviz cinsinden eşiti) tutarında teminat yatırma şartı aranmaktadır.

Vadeli nakit teminatlar, belirtilen banka şubesine, İMKB adına açılan Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası bloke hesabına, diğer teminatlar ise Takasbank nezdinde İMKB adına açılan Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası bloke hesabına yatırılmaktadır.

Aynı gruba, holdinge, şirkete bağlı veya bunlar tarafından % 40'dan fazlası kontrol edilen banka ve/veya aracı kurumlar, birbirlerine doğrudan doğruya teminat mektubu veremezler.

**3631. Teminat Türleri**

Teminat olarak yatırılacak varlıklar, borsa tarafından aşağıda verilenlerle sınırlandırılmıştır. Bunlar;

- a. ABD doları, euro, İngiliz sterlini ve Japon yeni cinsinden nakit
- b. ABD doları, euro, İngiliz sterlini ve Japon yeni cinsinden banka teminat mektubu
- c. Döviz cinsinden ihraç edilen gelir ortaklığı senetleri
- d. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem gören döviz ödemeli devlet iç borçlanma senetleri
- e. Piyasada işlem görecekt Uluslararası Tahviller olarak belirlenmiştir.

**3632. Teminatların Yatırılma, Çekilme ve Değiştirilme Esasları**

Teminat çekme, yatırma ve değiştirmeye ilişkin üye talepleri Mali İşler Müdürlüğü'ne hitaben yazılmakta ve işlemler bu müdürlükçe yürütülmektedir. Söz konusu yazılardaki imzaların, Borsa'ya bildirilen imza sirkülerindeki yetkili kişilere ait olması gerekmektedir.

Her türlü çekme, yatırma ve değiştirme talep yazısı Uluslararası Pazar Müdürlüğü'nün onayından sonra işleme konulabilmektedir.

Piyasada gerçekleştirilen işlemlere karşılık olarak yatırılacak, çekilecek ve/veya değiştirilecek teminatlara ilişkin Mali İşler Müdürlüğü'ne hitaben yazılmış olan talep yazılarının her hafta salı akşamına kadar Borsa Evrak Kayıt Servisi'ne teslim edilmesi gerekmektedir. Salı gününden sonra teslim edilen yazılar ise bir sonraki hafta işleme konulabilmektedir.

Teminatların yatırıldığına dair banka dekontu borsaya iletilmediği sürece teminatlar yatırılmamış sayılmaktadır.

#### 4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Teknoloji ve iletişim alanında yaşanan gelişmelerle birlikte, son yıllarda globalleşme hareketlerinin büyük artış göstermesi, uluslararası finansal piyasalardan kaynak elde etmek isteyen borçlanıcıların ve ellerindeki fonları bu piyasalara yatırarak yüksek getiriler elde etmek isteyen yatırımcıların sayısında artışa neden olmuştur. Uluslararası piyasaların kullanıcı sayısının oldukça fazla olması ve kullanıcı kitlesinin birçok ülke vatandaşlarından oluşması, bu piyasalarda biriken fonların hızla yer değiştirebilmesini ve daha karlı yatırım fırsatlarının anında değerlendirebilmelerini sağlamaktadır.

Uluslararası finansal piyasalarda 1960'lardan sonra görülmeye başlanan euro tahvil piyasası, 1980 yılından sonra ulusal ekonomilerde uluslararası piyasalarla bütünleşme eğiliminin artması ve bu amaçla hazırlanmış uygulamaların hayata geçirilmesiyle, uluslararası finansal piyasaların en yüksek işlem hacmine sahip, kullanıcı sayısı en yüksek piyasalarından biri haline gelmiştir. Euro tahvil ihraç ederek, tek seferde yüksek miktarda kaynak sağlanabilmesi, ihraç işlemlerinin oldukça kısa ve prosedürlerinin az olması, kullanılan para biriminin genellikle güçlü para birimlerinden seçilmesi, herhangi bir ülkenin yasal mevzuatına bağlı olmaması ve euro tahvil vadelerinin oldukça uzun süreli düzenlenebilmekte olması, özellikle devletlerin yatırım harcamalarının finansmanında euro tahvil ihracını tercih etmelerine neden olmaktadır.

Euro tahvil vadelerinin diğer finansal araçlar göre daha uzun vadeli olması, elde edilen kaynakların yatırım harcamaları için kullanılabilmesine imkan vermektedir. Ekonomik açıdan yeterli seviyeye ulaşamamış, mevcut ülke zenginliklerini kullanabilmek için yeterli miktarda fon birikimine sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler için euro tahvil ihraçlarıyla kaynak elde ederek, elde edilen bu fonların mevcut kaynakların değerlendirilmesinde kullanılmak amacıyla yapılacak yatırımlarda kullanılması, hem mevcut ekonomik ve gelişmişlik düzeyinin yükseltilmesinde yardımcı olacak, hem de vade sonunda anapara geri ödemelerinde herhangi bir sıkıntı yaşanmamasını sağlayacaktır.

Euro tahvil ihracıyla kaynak sağlanmasında en önemli nokta, elde edilen kaynakların kullanılması olmaktadır. Oldukça uzun vadelerle düzenlenebilen ve geleceğe yönelik yatırım yapılabilmesine olanak sağlayan euro tahviller, özellikle gelişmekte olan ülkelerin gerekli kalkınmayı gerçekleştirebilecek miktarda kaynağa ulaşabilmesini sağlamaktadır. Ancak, elde edilen fonlar etkili bir şekilde kullanılmadığında, yeni ve yüklü bir borç yükü olmaktan ve yeni borçlanmaları daha da zorlaştırmaktan başka bir sonuç getirmeyecektir. Kaynakların etkili bir şekilde kullanılmaması, euro tahvil ihraçlarında en önemli kriterlerden biri olan kredi derecelerinin de düşmesine neden olacağından, yeni borçlanmalar daha yüksek bir faiz yükü ile gerçekleştirilebilecektir.

Gelişme sürecindeki diğer ülkeler gibi, Türkiye’de 1980 sonrası dönemde, ülke ekonomilerinde uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarının artmasıyla, euro tahvil ihracıyla uzun vadeli kaynak sağlama yoluna başvurmuştur. Uluslararası piyasalarda ilk kez 1976 yılında görülen Türk euro tahvilleri, bu tarihten sonra piyasalarda 1987 yılında ortaya çıkmış, günümüze kadar hemen hemen her yıl Hazine tarafından ihracı gerçekleştirilen euro tahvillerle, uzun vadeli yatırımlar finanse edilmeye çalışılmıştır.

Türk euro tahvilleri, ihraçlarındaki faizlerin alternatif ülke ihraçlarındaki faiz oranlarına göre daha yüksek olması ve yatırımcılara yüksek getiriler elde etme imkanı vermesiyle yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Ayrıca yatırımcılar için en iyi kriterlerden biri olan uluslararası derecelendirme kuruluşlarından alınan olumlu kredi dereceleri, uluslararası piyasalarda Türk euro tahvillerinin sağlam bir yer elde etmesini sağlamaktadır.

Euro tahvil ihraçlarıyla elde edilen kaynaklar amacına uygun bir şekilde kullanıldığında, hem ekonomik açıdan iyileşme sağlayacak, hem de yeni borçlanmaların yükünü azaltılacak olduğundan, oldukça dikkatli bir şekilde kullanılmalı, özellikle kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılmasından kaçınılmalıdır. Ayrıca, borçla finansmanın devamlılık arz etmesi durumunda, kredibilitenin düşeceği ve yeni borçlanmaların daha yüksek faiz oranlarıyla mümkün olabileceği unutulmamalıdır.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### a. Kitaplar

- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, Yenilenmiş 7. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998.
- AKSOY, Tamer : Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslarüstü Bankacılık, 2. Baskı, SPK Yayını, No:109, Ankara, 1998.
- ALP, Ali : Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, İMKB Yayını, Ankara, 2002.
- APAK, Sudi : Uluslararası Finansal Teknikler, 2. Baskı, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1995.
- BAL, Harun : Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, TBB Yayını, No:222, İstanbul, 2001.
- BOWE, Michael : Eurobonds, Square Mile Books, London, 1988.
- BOYSAL, Haydar : Euro Tahvil ve İlgili Piyasalar, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1988, Ankara.
- BUCKLEY, Adrian : Multinational Finance, Fourth Edition, Pearson Education Ltd., London, 2000.
- ÇIKRIKÇI, Mustafa : Finansal Kurumlar ve Piyasalar-1, Derya Kitabevi, Trabzon, 1995.

- DAĞLI, Hüseyin : Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi, Derya Kitabevi, Trabzon, 2000.
- \_\_\_\_\_ : İngilizce-Türkçe Finans Sözlüğü, Derya Kitabevi, Trabzon, 2004.
- EITEMAN, David K.  
STONEHILL, Arthur I.  
MOFFETT, Michael H. : Multinational Business Finance, Ninth Edition, Addison-Wesley Comp. Inc., New York, 2001.
- ERSAN, İhsan : Euro Pazarlar ve Türkiye, Formül Matbaası, İstanbul, 1979.
- FETTAHOĞLU, Abdurrahman : Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1991.
- \_\_\_\_\_ : Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri-1, KTÜ Yayınları No: 163, Trabzon, 1993.
- FISHER, F.G. : Eurobonds, Euromoney Publications, London, 1988.
- GALLANT, Peter : The Eurobond Market, Woodhead-Faulkner Ed., New York, 1988.
- GOWLAND. D.H. : International Bond Markets, Routledge Edition, London, 1990.
- GÖNENÇ, Halit : Uluslararası Finans, TBB Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, Ankara, 2002.

- GRABBE, J. Orlin : International Financial Markets, Elsevier Publishing Co., New York, 1986.
- HALLWOOD, C. Paul  
MC. DONALD Roland : International Money and Finance, Blackwell Publishers Co. Ltd., Massachusetts, 2000.
- KERR, Ian M. : A History of the Eurobond Market-The First 21 Years, Euromoney Publications, London, 1984.
- LEVI, Maurice D. : International Finance, McGraw-Hill Book Comp., New York, 1990.
- LEVICH, Richard M. : International Financial Markets, McGraw-Hill Book Comp., New York, 2001.
- MENGİTÜRK, Muhsin : International Finance, Literatür Yayınları, İstanbul, 1995.
- PARASIZ, İlker : Para, Banka ve Finansal Piyasalar, 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000.
- PARASIZ, İlker  
YILDIRIM, Kemal : Uluslararası Finansman, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994.
- SAUNDERS, Anthony  
CORNETT, Marcia M. : Financial Markets and Institutions, McGraw-Hill Int. Edition, New York, 2001.
- SEYİDOĞLU, Halil : Uluslararası Finans, Geliştirilmiş 2. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 1997.



- \_\_\_\_\_ : Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama, 15. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003.
- SHAPIRO, Alan C. : Foundations of Multinational Financial Management, Eighth Edition, Wiley- Sons Inc., New York, 2002.
- SUR, Fadıl Hakkı : Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:84, Ankara, 1978.
- ŞAHİN, Hüseyin : Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi, Bugünkü Durumu, Gözden Geçirilmiş 6. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000.
- WALMSLEY, Julian : Global Investing: Eurobonds and Alternatives, Mac. Millan, London, 1991.
- b. Makaleler**
- AKAR, İhsan : “Eurobondların Vergi Mevzuatı Bakımından Değerlendirilmesi”, **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri** , Cilt:5, (2002), ss.21-23.
- AKTAN, Orhan : “Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmişi ve Geleceği”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:87 (Haziran 1993), ss.44-57.
- AKYÜZ, Abdullah : “Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:87 (Haziran 1993), ss.11-19.
- ALP, Ali : “Finansal Piyasaların Uluslararası Düzeyde Entegrasyonu ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:162 (Temmuz 1999), ss.60-69.

- BAL, Harun : “Uluslararası Finansman, Tahvil Piyasaları, Rating ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:103 (Ekim 1994), ss.10-24.
- \_\_\_\_\_ : “Uluslararası Sermaye Hareketlerindeki Eğilimler Işığında Türkiye Ekonomisinin Avrupa Topluluğu İle Gümrük Birliğine Girmesi ve Yabancı Sermaye”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:105 (Aralık 1994), ss.19-31.
- BULUT, Yiğit : “Eurobond Dedikleri”, **Radikal Gazetesi**, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno:107540>, (25.02.2004).
- DAĞLI, Hüseyin  
TERZİ, Harun : “Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyona Geçiş: Latin Amerika ve Türkiye Deneyimi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:103 (Ekim 1994), ss.30-35.
- DOĞUKANLI, Hatice : “Gelişen Finansal Pazarlar ve Türkiye’nin Bu Pazarlar İçindeki Yeri”, **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Sayı:14, (1996), ss.69-76.
- ERDEN, Arif : “Türkiye’nin Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Performansı”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:87 (Haziran 1993), ss.34-43.
- FEDDER, Marcus  
MUKHAJERE, Mohue : “The Reemergence of Developing Countries in the International Bond Markets”, **World Bank Technical Papers**, Vol.163, (1992), pp.100-123.

- HATISARU, Songül : “Döviz Yatırımcısı, Eurobond da Almalı”  
www.milliyet.com/2003/09/02/ekonomi/eko04.html/
- KAMINARIDES, John  
NISSAN, Edward : “Uluslararası Borçlanmanın Küçük Ülkelerin Ekonomik Kalkınması Üzerine Etkisi”, (Çev. Haluk EGELİ), **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:105 (Aralık 1994), ss.38-46.
- KAYA, Raci : “Türkiye’nin Uluslararası Tahvil Piyasalarındaki Yeri”, **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Sayı:13, (1996), ss.29-37.
- ÖZİLHAN, Tuncay : “Zorunlu İhtiyaç: Yabancı Sermaye”, **Görüş**, Sayı:55 (Haziran-Temmuz 2003), ss.6-7.
- SUNALI, Halil  
USMAN, Ediz : “Rating, Yatırımcı ve İhraççılar Açısından Fonksiyonları”, **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**, Cilt 1, (2002), ss.47-50.
- YAŞAR, Süleyman : “2004’te, Gelişen Ülkelerin Başına Gelecekler”, **Finans Dünyası**, Sayı:169 (Ocak 2004), ss.26-27.

### c. Diğerleri

1567 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu

6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu

HDTM, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü verileri

HDTM, Özel Çalışma Raporu, 1995.

İMKB, Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası verileri

İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası 170 Nolu Genelgesi

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayını, 2003, İstanbul.

Akşam Gazetesi, 23 Şubat 2004

Posta Gazetesi, 02 Haziran 2004

Radikal Gazetesi, 23 Şubat 2004

Sabah Gazetesi, 29 Ocak 2004

Vatan Gazetesi, 08 Nisan 2004

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/upazar.htm>

<http://www.ntv.com.tr/news/175230.asp?cp1=1#BODY>

<http://www.sneftci.com/>

<http://www.turkeybonds.com/>

[http://www.worldbank.org/debtsecurities/pdf/prospectus\\_37to40.pdf](http://www.worldbank.org/debtsecurities/pdf/prospectus_37to40.pdf)



**EKLER**

Ek: 1

**Haziran 2004 İtibariyle İşlem Gören Türk Euro Tahvilleri**

İmza Tarihi	Konsorsiyum Lideri	Tutar (milyon )	Vade (yıl+ay)	Anapara Ödeme Tarihi	Faiz (yıllık%)	Faiz Ödeme Sıklığı (Yıllık)	
<b>I- Amerikan Dolan Para Birimli Euro Tahviller</b>							
1	07.01.04	Citigroup-UBS	1.500	30+1	14.02.2034	8,000	2
2	10.01.00	MorganSty-Salomon Smith	1.500	30	15.01.2030	11,875	2
3	17.09.03	Merrill Lynch-Morgan Stanley	1.250	10+4	15.01.2014	9,500	2
4	09.01.03	JP Morgan-Morgan Stanley	1.500	10	14.01.2013	11,000	2
5	15.01.02	CSFB/Goldman Sachs	1.000	10	23.01.2012	11,500	2
6	08.06.00	J.P. Morgan/Morg.Stan.Dean Witter	1.500	10	15.06.2010	11,750	2
7	18.06.99	Chase M.Int.-Mor.S.Dean.W	1.250	10	15.06.2009	12,375	2
8	10.12.98	Chase-Salomon Barney	600	10	15.12.2008	12,000	2
9	12.03.02	CSFB/Morgan&Stanley Co.	1.350	6	19.03.2008	9,875	2
10	07.11.02	JP Morgan-Salomon Smith Barney	1.100	5+2	13.01.2008	10,500	2
11	19.09.97	MorganSty-Salomon	600	10	19.09.2007	10,000	2
12	19.11.01	Morgan Stn.-Salomon Smith B.	1.000	5	27.11.2006	11,375	2
13	25.10.95	Morgan Stanley	263	9+6	06.05.2005	3,000	2
14	23.02.98	J.P.Morgan-Sl.Smith	500	7	23.02.2005	9,875	2
15	29.10.99	J.P.Morgan-Merrill Lynch	500	5	05.11.2004	11,875	2
		<b>Toplam</b>	<b>15.413</b>				
<b>II- Euro Para Birimli Euro Tahviller</b>							
1	09.02.04	CSFB ve Dresdner Kleinwort	1000	10	10.02.2014	6,500	1
2	17.06.03	JPMorgan ve Commerzbank	750	7+7	18.01.2011	9,500	1
3	08.02.00	Dresdner B. ve JP Morgan	1.000	10	09.02.2010	9,250	1
4	17.01.03	Deutsche B. ve Dresdner B.	500	5	24.01.2008	9,875	1
5	10.10.97	CSFB ve Deutche Bank	1.500	7	22.10.2007	8,125	1
6	07.05.02	UBS Warburg ve BNP Paribas	750	5	08.05.2007	9,750	1
7	29.11.99	Chase Manh.-Salomon S.B.	750	7	30.11.2006	9,625	1
8	23.08.99	Deutsche Bank ve ABN Amro	400	6	25.08.2005	9,625	1
9	12.04.00	Deutsche Bank ve Paribas	600	5	14.04.2005	7,750	1
10	05.11.01	Deutsche B. ve Commerzbank B.	800	3+3	07.02.2005	11,000	1
		<b>Toplam</b>	<b>8.050</b>				
<b>III- Alman Markı Cinsinden İhraç Edilip 2002 Yılından İtibaren Euro Cinsinden Ödemeliye Dönüştürülen Tahviller</b>							
1	15.04.98	Commerzbank-CSFB	1.000	8	20.04.2006	10,5-7,00	1
		<b>Toplam</b>	<b>1.000</b>				
<b>IV- Japon Yeni Para Birimli Euro Tahviller</b>							
1	15.01.96	Yamaichi	10.000	10+1	16.02.2006	7,200	1
2	16.06.00	Nomura Securities Co. Ltd.	55.000	4	14.07.2004	3,250	2
		<b>Toplam/Total</b>	<b>65.000</b>				

Ek : 2

**Türkiye'nin Kredi Dereceleri**

<b>Veriliş Tarihi</b>	<b>Notu Veren Kuruluş</b>	<b>Kredi Notu</b>
1991-1992	S&P	BBB
Mayıs 1993	S&P	BB
Ocak 1994	Moody's	BA1
Ocak 1994	JCR	BBB
Mart 1994	S&P	BB
Nisan 1994	S&P	B+
Haziran 1994	Moody's	BA3
Ağustos 1994	IBCA	B
Ağustos 1994	S&P	B+
Ağustos 1994	JCR	BB+
Temmuz 1995	D&P	BB
Temmuz 1995	S&P	B+
Eylül 1995	IBCA	BB
Ekim 1995	S&P	B+
Kasım 1996	JCR	BB+
Aralık 1996	S&P	B
Aralık 1996	IBCA	B+
Mart 1997	D&P	BB
Mart 1997	Moody's	B1
Ağustos 1998	S&P	B
Ağustos 1998	D&P	BB+
Ocak 1999	S&P	B
Ağustos 1999	IBCA	B+
Şubat 2000	JCR	BB+
Nisan 2000	S&P	B+
Nisan 2000	IBCA	BB-
Şubat 2001	IBCA	BB+ (Uzun Vade)
Şubat 2001	D&P	BB+ (Uzun Vade)
Şubat 2001	S&P	B (Uzun Vade)
Şubat 2001	S&P	B (Kısa Vade)
Mart 2002	S&P	B (Kısa Vade)
Mart 2003	JCR	B+ (Uzun Vade)
Eylül 2003	JCR	B+ Durağan
Mart 2004	JCR	B+ Olumlu (Uzun V.)

## **ÖZGEÇMİŞ**

**Yaşar ŞAHİN, 8 Eylül 1978 tarihinde Giresun'da doğdu. Öğrenim hayatına Giresun'un Keşap ilçesinde başladı. Ortaokul ve lise eğitimini Giresun'da tamamladı. Üniversite öğrenimine 1997 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde başladı. Bu bölümü 2001 yılında tamamlayarak, aynı yıl Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programında yüksek lisans eğitimine başladı.**

**Yabancı dili İngilizce'dir.**

