

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLERDEN HAZİNE BONOSU; İHRAÇ KOŞULLARI, YATIRIM ÖZELLİKLERİ, VERİMİNİN HESAPLANMASI VE VERGİSEL BOYUTU

Dilek ÖZ (SEVİMKAN)*

1. SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler, alacaklılık hakkı sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve yatırım aracı olarak kullanılan borçlanma senetleridir. Sabit getirili menkul kıymetler vade sonuna kadar elde tutulduklarında belirli bir getiriye garanti ederler. Dolayısıyla yatırımcı vade sonunda ne kadarlık bir faiz gelirini elde edeceğini yatırım yaptığı anda bilmektedir.¹

Sabit getirili menkul kıymetler ihraç eden kuruluşların niteliğine göre kamu ve özel sektör menkul kıymetleri olmak üzere iki alt gruba ayrılırlar.

Kamu menkul kıymetleri, devlet iç borçlanma senetleri ve gelir ortaklığı senedinden oluşmaktadır.

Özel sektör borçlanma senetleri ise, özel sektör tahvili, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka bonoları ve banka garantili bonolardan oluşmaktadır.

Devletin cari yıl bütçe kanununa dayanarak bütçe açıklarının finansmanı amacıyla çıkarmış olduğu borçlanma senetlerine devlet iç borçlanma senetleri denir. Devlet iç borçlanma senetlerinden vadesi 1 yıldan az olanlar hazine bonusu, vadesi 1 yıldan daha uzun olanlar ise devlet tahvili olarak tanımlanır. Hazine bonoları ihraç tarihinde nominal değer altında iskontolu olarak satılırlar. Vade sonunda nominal değer ile iskontolu satış değeri arasındaki olumlu fark faiz gelirini gösterir. Vadesi 1 yıl ve daha uzun vadeli devlet tahvilleri ise genellikle kuponlu olarak ihraç edilirler. Kupon ödemeleri genellikle 3 ay, 6 ay veya yılda bir yapılır.

Hazine bonolarına uygulanan faiz oranları para piyasası faiz oranları için önemli bir göstergedir. Hazine adına Merkez Bankası tarafından çıkarılan bu bonolar ülkelerin mali sisteminde önemli bir ağırlığa sahiptir. Bunun nedeni,

(*) Vergi Denetmeni

kredi riskinin sıfır olması, kolaylıkla pazarlanabilmeleri ve yüksek bir likiditeye sahip olmalarıdır. Hazine bonoları ayrıca Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında önemli bir araç olarak kullanılır. Hazine bonoları iskonto esasına göre ihale yoluyla satılır.²

1.1. İHALE SİSTEMİYLE İHRAÇ EDİLEN DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ

İhale yöntemi genel olarak dört şekilde uygulanabilir; yükselen fiyat yöntemi ya da en çok arttırana (İngiliz Yöntemi); azalan fiyat yöntemi ya da en düşük fiyat verene ihale (Hollanda Yöntemi); çoklu fiyat yöntemi (yada çeşitli fiyatlardan ihale) ve ortalama fiyattan ihale.³

Hazine kağıtlarının ihalesi, 1.10.1998 tarihinden itibaren çoklu fiyat yöntemiyle yapılmaktadır. Çoklu Birim mal ihaleleri;

- Tek Fiyat İhale Sistemi : (Eski sistem) Alıcılar kapalı olarak farklı fiyat teklifleri vermekte, ihaleyi kazandıkları takdirde, ihaleyi kazanan fiyattan ödeme yapmaktadırlar. Tüm alıcılara tek bir fiyattan uygulanmaktadır.

- Farklı Fiyat İhale Sistemi : (Mevcut İhale sistemi) Alıcılar kapalı olarak farklı fiyat teklifleri vermekte, ihaleyi kazandıkları takdirde, teklif ettikleri fiyattan ödeme yapmaktadırlar.

Türkiye'de 1985 yılından bu yana özellikle kısa vadeli iç borçlanma senetlerinin ihracı ağırlıklı olarak ihale sistemi ile yapılmaktadır.

1.1.1. Uygulama

İhale yolu ile ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları genelde kuponsuz senetler olup iskontolu olarak satılmaktadırlar.

İhaleler tüm gerçek ve tüzel kişilere açıktır. İhaleye katılabilmek için minimum teklif miktarı 250 milyon TL dir. İhaleye katılanlar 100.000 değerinde bir birimlik tahvil veya bono için önerecekleri fiyatı belirleyerek tekliflerini Merkez Bankası'na iletmektedirler.

1994 yılına kadar bankalar, kamu kurumları aracı kurumlar ve sigorta şirketleri nominal tekliflerinin %1 ini, diğerleri ise tamamını ihaleden önce teminat olarak yatırmak zorundayken, 01.01.1994 tarihinden itibaren teminat oranı herkes için %1'e indirilmiştir.

Bankalar dışındaki kamu kurum ve kuruluşları Hazine uygun gördüğü takdirde, fiyat ve verim belirtmeksizin miktar teklifi vererek ihaleye katılabilmekte ve ihalelerde oluşan ortalama fiyattan tahvil veya bono satın alabilmektedirler. Ortalama faiz oranından yapılan satışlar ihale miktarına ilaveten yapılmaktadır.

İhalenin sonucu Merkez Bankası tarafından (Reuter ve Telerate ara-

cılığı ile) duyurulmakta, ihaleyi kazanamayanların teminatları ise aynı gün iade edilmektedir.

İhaleyi kazanmasına rağmen, ihaleden vazgeçenlerin ya da vade başlangıcında yatırmaları gereken tutarları yatırmayan kurumların %1 oranındaki teminat tutarları Hazineye kalır. Takip eden ihalelerde teminat oranı %20'ye kadar yükseltilmektedir. Bu durum tekrarlandığı takdirde teminat %100'e kadar yükseltilmektedir.

a) İskontolu Senetler

İhale yolu ile ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonoları kuponlu ve iskontolu olarak satılmaktadır. Mayıs 1985 ve Ekim 1986 arasında 6 aylık hazine bonusu ve 1 yıllık devlet tahvili olmak üzere sadece iki çeşit ihale yolu ile satılmış, Kasım 1986'dan itibaren Hazine düzenli bir ihale sistemine geçmiştir.

Hazine satacağı miktarı gelen tekliflerin uygunluğuna ve kendi nakit ihtiyacına göre belirler.

İHALELERDE KAZANANLARIN LANETİ (WINNERS CURSE)

Teklif Sayısı	Teklif Faiz Oranı	Teklif Miktarı	Kümülatif Teklif Miktarı	Kümülatif Faiz Oranı
1	0,80	1000	1000	80,00
2	0,81	1000	2000	80,50
3	0,82	1000	3000	81,00
4	0,83	1000	4000	81,50
5	0,84	1000	5000	82,0
6	0,85	1000	6000	82,50
7	0,86	1000	7000	83,00
8	0,87	1000	8000	83,50
9	0,88	1000	9000	84,00
10	0,89	1000	10000	84,50
11	0,90	1000	11000	85,00
12	0,91	1000	12000	85,50
13	0,92	1000	13000	86,00
14	0,93	1000	14000	86,50
15	0,94	1000	15000	87,00
16	0,95	1000	16000	87,50
17	0,96	1000	17000	88,00
18	0,97	1000	18000	88,50
19	0,98	1000	19000	89,00
20	0,99	1000	20000	89,50
		20000		

Bu örnek 'çoklu fiyat ihalesi'ni gösteren bir ihaledir. Burada her yatırımcı teklif ettiği faizi kazanmaktadır.

Faizler düşükten yükseğe doğru sıralanmıştır. Son kolon teklif edilen faizlerin teklif miktarlarıyla ağırlandırılarak faizi göstermektedir. Hazinesin maliyetini bu sütun ifade etmektedir.

Yukarıda örnekte Hazinesin kü-mülatif maliyetinin %85 oranından ihaleyi kestiğini varsaydığımızda,

İhaleyi kazanan 1-5 no.lu teklif sahipleri %85 in altında tekliflerle ihaleyi kazanmışlardır. Örneğin 1 no.lu teklif sahibi %85 değil, sadece teklif ettiği %80 oranında faiz geliri elde edecektir. %85 ile %81 arasındaki farkı ihaleye katılan yatırımcı telafi etmek zorunda kalacaktır. Yatırımcı ihaleyi kazanmakla beraber ortalamanın altında bir teklifle kazandığı için 'lanet' okuyabilecektir.⁴

b) Enflasyona Endeksli Senetler

1997 yılında ihale yöntemi ile, 2 yıl vadeli ve üç ayda bir faiz ödemeli enflasyona endeksli senet ihracına başlanmıştır. Senetler 100.000 TL nominal değerli olarak ihraç edilmekte, reel kupon faizi ihale yöntemi ile belirlenmekte ve ihalede kabul edilen en yüksek kupon faizi kazanan bütün tekliflere uygulanmaktadır. Ayrıca her faiz ödeme dönemindeki ana paradaki artış enflasyon oranında değerlendirilerek, artış miktarı yatırımcıya ödenmektedir.

1.2. "TAP" SİSTEMİYLE İHRAÇ EDİLEN DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ

Tapping sisteminde Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli değişken faizli tahvilleri Merkez Bankasına depolamaktadır. Merkez Bankası "Tap" satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevi görmektedir. Bu tahvillere 3 ay, 6 ay veya yılda bir faiz ödenebilmekte, vadeleri ise 1 ile 5 yıl arasında değişmektedir.⁵

1.3. DOĞRUDAN SATIŞ YÖNTEMİYLE İHRAÇ EDİLEN DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ

Hazine 1996 yılından itibaren başlıca ABD doları ve Alman Markı olarak döviz cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetleri ihraç etmeye başlamıştır. Söz konusu senetler, genelde ihraç edilen senedin para birimine bağlı olarak uluslararası piyasalarda geçerli olan faiz oranlarına (LIBOR, FIBOR, vs.) ilave uygulanan bir getiri (spread) ile ihraç edilmektedir.

1.4. HALKA ARZ YÖNTEMİYLE İHRAÇ EDİLEN DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ

Ağustos 1992'den itibaren 3 ay ve 6 ay vadeli Hazine Bonoları ile 1 yıl vadeli Devlet Tahvillerinin kamu bankaları, özel bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile halka doğrudan satışına başlanarak, hem piyasaya yeni bir enstrüman sunmak hem de alıcı tabanını genişleterek, küçük yatırımcılara da fırsat verebilmek amacıyla yeni bir borçlanma yoluna gidilmiştir.

HALKA ARZ YOLUYLA SATIŞ⁶

Halka arz şartlarına karar verilir	Hazine, ihraç edilecek belli bir kağıt için koşulları belirler.	ihraç koşulları şunları içermektedir: İhraç miktarı, geçerli faiz oranı ve türü, kağıtların vadesi, katılan ticari bankalara ödenecek komisyon oranı ve kağıtların ne kadar süre boyunca alınabileceği, Hazine ayrıca ticari bankalara her gün yapılan ihraç için geçerli olacak düzenleme tarihini de bildirmelidir (normal şartlarda düzenleme tarihi satış tarihini takip eden gündür.
Halka arz yoluyla ihracın ilan edilmesi	Hazine halka arzın koşullarını MB'na bildirir.	Potansiyel yatırımcıların bilgilendirilmesinden MB sorumludur ve bunu mali duyurularının arasında yer almak üzere Reuters'a bildirerek gerçekleştirir.
MB bankaların taleplerini hazineye bildirir	MB, ticari bankaların ihraç süresince talep ettikleri miktar hakkındaki bilgiyi hazineye iletir.	Ticari bankalar, müşterileri için bulundurmak istedikleri toplam kağıt değerini Merkez Bankasına bildirir. Not : Merkez Bankası da şubeleri kanalıyla bu kağıtların satışını yapabilir; bu şekilde yapılan satışlar toplam ihraç limitinin içinde yer almamaktadır.
Hazine toplam miktarlara karar vererek MB'na bildirir	Hazine ihraç edilecek toplam miktara ve her banka için tahsis edilecek adede karar verir ve bunu MB'na bildirir	Eğer ticari bankalar, Hazinenin ihraç etmeyi düşündüğü toplam miktarın üzerinde bir talep yapmış ise, Hazinenin tahsisat yapması gerekecektir.
MB her bankaya bilgi verir	MB, talepte bulunmuş olan bütün bankalara hazinenin kararını bildirir	MB, bankalarla birebir ilişkilerde Hazine için aracı kurum görevi üstlenir.
MB satış fiyatlarını günlük olarak hesaplar ve bankalara bildirir	MB, ihraç edilecek kağıtların şimdiki değerlerini her gün belirler. Aracılık yapan ticari bankalara bildirir	Kağıdın da geri kazanılan faizi gösterecek şekilde her gün artmaktadır ve bunun satış fiyatlarına yansıtılması gerekir.
Bankalar satış gerçekleştikten sonra fonları MB'na aktarır	Satış/değerlendirme tamamlan- dığı zaman kağıtlardan elde edilen miktar MB'ndaki Hazine hesabına aktarılır.	Bankalar MB'na ödeme yapar. MB bu fonları 410 (bonolar için) ve 411 (tahviller için) no.lu Hazine hesaplarına yatırır.
Bankalar günlük satışlarını MB'na bildirir MB'ndan halka arz satışların sonuçları alınır.	Bankalar günlük satış miktarlarını MB'na (bazen Hazine'ye de) bildirir. MB en az günde bir defa olmak üzere kağıt satışlarını Hazine'ye bildirir	Bankalar her gün, günlük satışlarını MB'na faksla bildirir. Bazen bu faksın bir kopyasını Hazineye de gönderirler. Halka arz yolu ile satılan kağıtlar bir süre boyunca satışa açıktır. MB'nin her gün (Bazen günde iki kere) faksla bilgi vermektedir.

1.5. HESABEN TAHVİLLER

Bankalar Kanunun 33/1. maddesine göre, bankalar ayırdıkları kanuni yedek akçelerine isabet eden miktarı yıllık bilançolarının genel kurlarında onaylanmasını takip eden 15 gün içinde Merkez Bankasındaki hazine adına açılacak devlet tahvili hesabına yatırmak zorundadırlar.

2. HAZİNE BONOLARININ YATIRIM ÖZELLİKLERİ

Hazine bonolarını diğer para piyasası enstrümanlarından ayıran ve yatırımcının satın alma kararlarını etkileyen dört yatırım özelliği vardır. Bunlar sırasıyla;⁷

Kredi riskinin sıfır olması : Hazine bonoları, devletin bir borcu sayıldığından, kredi risklerinin olmadığı kabul edilir. Buna karşılık, mevduat sertifikası veya finansman bonusu gibi para piyasası enstrümanlarının çeşitli derecelerde riski mevcuttur. Özellikle ekonomilerin zayıf olduğu dönemlerde çeşitli mali ve ticari kurlar taahhütlerini yerine getirmekte zorlanırlar. Diğer bir deyişle kredi riskleri artar. İşte bu dönemlerde kredi riski taşımayan hazine bonolarının değeri bazı yatırımcılar için önemli artışlar gösterir.

Hazine bonolarının bu özelliği, bankaların ticari işletmeler, belediyeler ve kamu kuruluşlarıyla, munzam karşılığı ayırmadan geri satın alma anlaşmaları -REPO- yap-

malarına neden olur. Ayrıca hazine bonoları bankalarca bir güvence olarak da kullanılır. Bunların dışında, 'futures' piyasaları pozisyonlarına karşı 'marjin' hesabında nakit yerine kullanılırlar.

İşletmeler nakitten daha yüksek getiri sağlamalarına rağmen firmanın kendi ticari faaliyet yatırımlarında daha düşük bir getiri sağlarlar. Bu nedenle firmalar genellikle menkul kıymetlere uzun süreli yatırım yapmazlar. Ancak sıklıkla kısa süreli yatırım aracı olarak kullanılırlar.

Özellikle sermaye ve para piyasası gelişmiş ekonomilerde firmaların geçici yatırım yapabilecekleri menkul varlıklar çok çeşitlidir. Ancak çeşitli yatırım alternatifleri arasından uygun gelir ve risk derecesini dikkate alarak bir seçim yapmak gerekir. Buradaki risk, yatırım yapılacak menkul kıymetin paraya çevrilmesinde doğabilecek güçlükler, dikkate alarak menkul kıymetin olası değer kayıplarından ve son olarak firmanın bu kayıplardan ve güçlüklerden dolayı katlanacağı zararlardır.⁸

Likitide : Likitide dereceleri çok yüksektir. Burada likitideden kasıt yatırımcıların ellerindeki menkul değeri çabuk ve çok küçük bir işlem maliyetiyle nakde çevirebilme yeteneğidir. Hazine bonoları likit olma özelliğini, homojen oldukları ve piyasalarının iyi örgütlenmiş ve etkin olmasına borçludurlar. İkincil pi-

yasaları çok işlektir. Bir menkul değerin likit olup olmadığını ölçmek için kullanılan ölçülerden biri aracılardan bu enstrümanı satın alırken ödediği fiyat (bid price) ile satarken istedikleri fiyat (asked price) arasındaki fark (spread)'dir. Bu fark ne kadar küçükse likitide o kadar yüksektir. Para piyasası enstrümanları arasında en düşük "bid-asked" farkı hazine bonolarına aittir.

Vergi Statüsü : Para piyasalarında işlem gören menkul değerlerin tümünün aksine hazine bonosundan elde edilen gelir vergiden muaftır. Eğer gelir vergisini T ile gösterirsek, mevduat sertifikası haiz geliri (MSr) ile Hazine Bonosu faiz geliri (HBr) arasında bir yatırımcıyı kayıtsız kılan ilişki aşağıdaki gibi gösterilebilir. (ceteris paribus).

$$MSr(1-T) = HBr$$

Bu eşitliğe göre, bir yatırımcı için vergi muafiyetinin getireceği avantaj (1) yatırımcının vergi dilimine (2) cari faiz oranlarına bağlıdır. Buna göre hazine bonosu ile mevduat sertifikası faiz oranları arasındaki vergi öncesi getiri farkı gözönüne alındığında, vergi oranları ve faiz oranları arttıkça hazine bonolarının cazibesi artar.

Küçük küpür: Hazine bonolarının özelliklerinin dördüncüsü, diğer para piyasası enstrümanlarına göre küçük küpürlü olmalarıdır. Bir masraf ödmeden alınabilmeleri nedeniyle bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilirler.

3. HAZİNE BONOLARININ VERİMİNİN HESAPLANMASI

Kısa vadeli menkul kıymet olan hazine bonoları ve finansman bonolarının dönem arası kupon faiz ödemesi bulunmaz. Bu tip menkul kıymetler ilk ihraç anında belirli bir nominal değerden ihraç edilir iskonto ile satılır. Nominal değer vade sonunda ödenecek tutardır. Dolayısıyla satış fiyatı ile vade bitiminde yatırımcıya ödenen nominal değer arasındaki fark aslında faiz ödemesidir. İskonto usulü ile satılan kısa vadeli araçların değerlemesini tahvil değerlemesi içinde ele almak mümkündür. Bu çerçevede hazine bonolarının değerlemesinde aşağıda yöntem kullanılmaktadır.

Genel olarak ifade etmek gerekirse bir menkul kıymetin değeri o menkul kıymetin getirmesi gereken nakit akımlarının indirgenmiş şimdiki değeridir. O halde bir menkul kıymetin değerini belirleyen iki unsur vardır. Bunlardan birincisi anlaşılabacağı üzere beklenen nakit akımlarıdır. Nakit akımları tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlerde faiz ve anapara geri ödemeleri, hisse senedinde ise temettü ödemeleri ve senet ileride satıldığında elde edilen fiyattır. Görüldüğü gibi nakit akımları, menkul kıymetin türüne göre, değişen ölçüde belirsizlik, yani risk taşır. Menkul kıymetlerin değerini belirleyen ikinci faktör ise işte bu risk primini de içeren

ve nakit akımlarını indirgemedi kulanılan indirgeme (faiz) oranıdır. Bu oran piyasadaki faiz oranlarının genel seviyesi ve nakit akımlarının riskliliğiyle doğrudan bağıntılıdır. Piyasa faiz oranlarının belirleyicisi ekonomide fon arz ve talebini oluşturan unsurlardır. Nakit akımlarının risk seviyesi ise menkul kıymetin türüne göre farklılıklar göstermektedir.⁹

Hazine bonoları faizli bir enstrüman değildir. Üstlerinde yazılı nominal fiyat üzerinden iskonto yapılarak satılırlar. Bu nedenle bunların verimleri, ihraç edildikleri tarihle vadelerinin bitimi arasındaki fiyat artışlarına dayanılarak hesaplanır. Vadesi dolmadan satılan bir hazine bonosunun verimi ise alış fiyatı ile ikincil piyasadaki satış fiyatı arasındaki farka göre belirlenir.¹⁰

Hazine bonolarında fiyat aşağıdaki şekilde formüle edilir.

$$FİYAT = \frac{100.000}{1 + \frac{VKG \times VKGS}{365}}$$

VKG : Vadeye kadar getiri

VKGS : Vadeye kalan gün sayısı

Bu bağlantı yardımıyla bulunan F İ Y A T ödenerek satın alınan iskontolu devlet iç borçlanma senetlerinin vadeye kadar elde tutulması halinde yatırımcıya sağlayacakları sabit getiri yukarıda ifade edilen vadeye kadar getiri olacaktır.

Buradaki F İ Y A T, menkul kıymetin vade tarihinde 100.000 TL. değerinde olacak miktarın fiyatıdır.

Devlet iç borçlanma senetlerinin vadelerinden önce satılarak paraya çevrilmesi durumunda satış fiyatı da (F İ Y A T 2) hesaplamaya katılarak elde tutma dönem getirisi (dönemsel getiri) aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$DÖNEMSEL FİYAT 2 - FİYAT 1 \\ GETİRİ (\%) = \frac{\quad}{FİYAT 1} \times 100$$

FİYAT 2: Hazine bonosunun satış fiyatı

Bulunan bu dönemsel getiri yıllık nominal bazda ifade edilmek istendiğinde aşağıdaki bağıntı kurulabilir.

$$YILLIK GETİRİ (\%) = \frac{DÖNEMSEL GETİRİ \times 365}{HAZİNE BONOSUNUN \\ ELDE TUTULDUĞU \\ GÜN SAYISI}$$

Farklı dönemlerde yapılan yatırımların karşılaştırılmasında yıllık getirilerin kullanılması gerekmektedir.

Bir örnek verecek olursak 9.2.2000 tarihinde ihraç edilen 10.5.2000 vadeli 3 aylık hazine bonosunu 10.3.2000 tarihinde %36,36 yıllık getiri oranı ile satın alıp 1 ay sonra 10.4.2000 tarihinde %21.17 yıllık getiri oranı ile sattığımızı düşünelim. Bu bonoyu elimizde tuttuğumuz süre boyunca ne kadar getiri sağladığımızı hesaplayalım.

10.3.2000 tarihinde net : %36,36

Piyasa Faiz Oranına Göre Hazine
Bonosunun Alış Fiyatı : (FİYAT 1)

Vadeye Kalan Gün : 61

$$FİYAT 1 = \frac{100.000}{1 + \frac{0.3636 \times 61}{365}} = 94.271 \text{ TL.}$$

10.4.2000 tarihinde net %21.17

piyasa faiz oranına göre hazine
bonosunun satış fiyatı (FİYAT 2)

Vadeye Kalan Gün : 30

$$FİYAT 2 = \frac{100.000}{1 + \frac{0.2117 \times 30}{365}} = 98.290 \text{ TL.}$$

$$DÖNEMSEL \text{ GETİRİ (\%)} = \frac{98.290 - 94.271}{94.271} \times 100 = \%4,26$$

$$YILLIK \text{ GETİRİ (\%)} = (4,26) \times \frac{365}{31} = \%50,16$$

Bu örnekte başlangıçta elimizde bulunan 94.271 TL ye karşılık 1 aylık bir yatırım sonucu 4.019 TL. (98.290 - 94.271) faiz geliri elde ettik. Yukarıda hesaplanmış olan yıllık getiri bu faiz gelirinin tekrar yatırıma dönüştürülmediği varsayılmaktadır.

Eğer dönem sonunda elde ettiğimiz geliri tekrar aynı orandan yani net %50,16 yıllık basit getiri oranı ile tekrar 1'er aylık dönemler halinde 11 ay boyunca yatırıma dö-

nüştürdüğümüzü varsayarsak, bu durumda birinci dönem sonunda elde ettiğimiz 4.019 TL. faiz geliri, 1 ay sonra 171 TL (4.019 * 0.5016 * 31/365) faiz geliri sağlayacaktır.

Böylece ikinci bir aylık dönemde toplam faiz gelirimiz 4.190 TL. (4.019 + 171) olacaktır. (Anapara olan 94,271 TL.nin 1 yıllık getirisi de dahil olmak üzere) Bu durumda yıllık getirimizi hesaplayacak olursak;

$$YILLIK \text{ BİLEŞİK GETİRİ (\%)} = \frac{YILLIK \text{ FAİZ KAZANCI}}{BAŞLANGIÇTAKİ ANAPARA \text{ TUTARI}}$$

$$YILLIK \text{ BİLEŞİK GETİRİ (\%)} = \frac{94.271 * (1+0,5016 * 1/12)^{12}}{94.271} = \%63,46$$

buluruz. Bu yeni getiri oranına YILLIK BİLEŞİK GETİRİ denir. Bileşik getiri de her dönem sonunda anapara + faiz tutarının tekrar aynı orandan yatırıma dönüştürüldüğü varsayılmaktadır.

Vadeye kadar verim cari verim ile sermaye kazancının toplamına eşittir. Finansal piyasalarda verim kavramı zaman zaman hem vadeye kadar verim, hem de cari verim yerine kullanılmaktadır. O nedenle açıkça belirtilmediği durumlarda hangi verimin kastedildiğinin öğrenilmek yerinde olur.

ÖRNEK : Vadesinin bitimine 91 gün kalmış olan ve yıllık basit %40 faizle işlem gören bir hazine bonosunun işlem gören birim fiyatı ve yıllık bileşik faizi nedir?

Ancak ticari faaliyet kapsamında veya kurum olarak devlet iç borçlanma senetlerinden faiz elde edenler kesinti suretiyle ödedikleri faiz vergisini ticari kazançtan (veya kurum kazancından) gider olarak indirebilirler. Diğer mükellefler ise söz konusu faiz vergisini bir gelir unsuru olarak menkul sermaye iradının tespitinde gider olarak indirebileceklerdir.

4.2. Ticari işletmeler açısından vergilendirme : Ticari işletmelerce elde edilen yukarıda sayılan faizler (repo faizler ve kar zarar ortaklığı belgesi karşılığında ede edilen kâr payları dahi) ticari kazançta dahil edilerek beyan edilir (GVK m. 37, m. 75). 4,375 milyar TL'lik beyan sınırına bakılmaz ve enflasyondan arındırma yapılmaz (GVK m. 76, m. 85).

4.3. Kurumlar açısından vergilendirme: Kurumlarca elde edilen faiz gelirleri de (repo faizleri ve kâr zarar ortaklığı belgesi karşılığında sağlanan kâr payları da dahil olmak üzere) ticari kazanç kapsamında kurum kazancı olarak nitelenir (KVK m. 13). 4,375 milyar TL'lik beyan sınırının dikkate alınması ve enflasyondan arındırma söz konusu değildir.

4.4. Menkul Kıymet Alım Satım Kazançlarının Vergilendirilmesi: Yukarıda adı geçen hisse senedi, katılma belgesi, özel kesim tahvili, hazine bonusu, devlet tahvili ve diğer

menkul kıymetlerin alım satımından sağlanan kazançlar GVK geçici m. 56 uyarınca diğer kazanç ve iratlar kapsamında değer artış kazancı olarak vergilendirilirler. Bunları kâr payı veya faiz ile karıştırmamak gerekir.

4.5. Gerçek kişiler açısından vergilendirme: Gerçek kişiler tarafından elde edilen menkul kıymet alım satım kazançlarının 2000 yılı itibarıyla enflasyondan arındırılmış tutarı beyan sınırı olan 4,375 milyar TL'yi aşarsa beyan edilecektir (GVK geçici m. 56). Ticari faaliyet kapsamında elde edilen alım satım kazançları beyan sınırı ve enflasyondan arındırma yapılmaksızın kurum kazancına dahil edilir.

5. BİRİNCİ ve İKİNCİ EL PİYASA İŞLEMLERİ

Birinci el piyasa işlemleri kamu menkul kıymetlerinin ihale veya halka arz yoluyla yapılmakta olup, daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alım satım işlemlerinin yapıldığı piyasalar ise ikinci el piyasalardır. İkinci el piyasalar bireysel ve kurumsal yatırımcılara doğrudan doğruya ya da mali araçlar yoluyla likitide veya spekülasyon amaçlı işlem yapma imkanı tanımakta ve piyasada işlem gören menkul kıymetler için fiyat oluşumunu sağlamaktadır. Kamu menkul kıymetleri ikinci el piyasası işlemleri, Borsa dışında (tezgahüstü piyasa) yapılabildiği gibi Borsa bünyesinde (Tahvil ve Bono Piyasası) da yapılabilmektedir.¹¹

5.1. Borsa Dışı (Tezgahestü) Piyasa

Devlet tahvilleri ile hazine bonolarının ağırlıklı olarak işlem görüdüğü bu piyasada "çok aracılı" aracı piyasası olarak çalışmaktadır. Bu piyasada işlemler telefon aracılığıyla bankalar ve aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında gerçekleştirilmektedir. Bankaların belirleyici olduğu bu piyasada işlem hacmi ve getiri oranları, piyasadaki likitide, T.C. Merkez Bankası bünyesinde gerçekleştirilen Bankalar arası para piyasasında oluşan Türk Lirası oranları, hazine ihaleleri ve açık piyasa işlemlerine bağlı olarak değişmektedir.

5.2. Tahvil ve Bono Piyasası

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde faaliyet gösteren Tahvil ve Bono Piyasası'nın kurulmasındaki amaç hisse senedi dışındaki menkul kıymetlerin de organize bir piyasada şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likitidesini artırmak ve enformasyon akışını hızlandırmaktır.

Bu piyasada devlet tahvilleri, hazine bonoları ile dövizde endeksli gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotundaki özel sektör tahvilleri işlem görmektedir. Ancak, işlemlerin tamamına yakın kısmı devlet tahvilleri ile hazine bonoları üzerinde gerçekleştirilmektedir.

Tahvil ve Bono Piyasasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ile Borsa üyesi aracı kurumlar ve bankalar işlem yapabilmektedir.

Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde "Kesin Alım Satım Pazarı", "Repo-Ters Repo Pazarı" ve "Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı" olmak üzere üç ayrı Pazar bulunmaktadır.

- Kesin Alım Satım Pazarı : Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Sayım Pazarı'nda halen devlet tahvili, hazine bonusu, gelir ortaklığı senedi, kamu idare ve müesseselerince ihraç edilmiş tahviller ve borsa kotundaki özel sektör tahvilleri işlem görmektedir. Bu pazarda minimum işlem miktarı nominal 1 milyar TL'dir.

- Repo-Ters Repo Pazarı : Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı'nda devlet tahvili ve hazine bonolarının geri alım vaadi ile satım (repo) ve geri satım vaadi ile alım (ters repo) işlemleri yapılmaktadır.¹²

6. SONUÇ

Ekonomik gelişmelerin siyasi hareketlere paralel bir yol izlendiği Türkiye gibi yerleşmiş yatırım araçlarının henüz yeterince benimsenmediği ülke koşullarında, risk almak istemeyen ve kısa sürede pozisyon değiştirmek isteyen yatırımcılar, tercihlerini likit yatırım araçlarında kullanırlar. Yüksek getirden çok, huzur isteyenler, getirisi belli ve sabit olan yatırım araçlarına yönelerek, riski

minimize ederler. Para piyasalarında güvencesi en yüksek kağıtlar olarak hazine bonosu ve devlet tahvilidir. Bunun nedeni ise bu kağıtların arkasında devlet olmasıdır.

Devletin giderlerinin gelirinden fazla olduğu ve uzun vadeli borçlanmaya pek gidemediği dönemlerde hazine bonosu, kısa vadeler için yüksek getiri sağlar. Hazine bonosunu elden çıkarmak için yatırımcılar, faizlerin düştüğü dönemleri tercih etmektedirler.

NOTLAR

1. "Sabit Getirili Menkul Kıymetler", İMKB, İstanbul, 2000, s. 2.

2. TİLEYLİOĞLU, Alaeddin; "Hazine Bonoları", Bankacılar, Türkiye Bankacılar Birliği Yayını sayı: 6, yıl 1991, s. 27.
3. EĞİLMEZ, Mahfi; "Hazine" Diyalog Yayıncılık, İstanbul 1997, s. 61'de yer alan Feldman&Mehra, 1993, s. 488-491.
4. İMKB notları.
5. İMKB notları.
6. İMKB notları.
7. TİLEYLİOĞLU, s. 28.
8. TÜRKO, Metin; "Finansal Yönetim I", A.Ü. Yayınları No: 765, Erzurum 1994, s. 231.
9. ARET ÇİTÇİ-SGMK değerlemesi ve Portföy Yönetimi, İMKB notları.
10. TİLEYLİOĞLU, s. 29.
11. "Sabit Getirili Menkul Kıymetler", s. 13.
12. "Sabit Getirili Menkul Kıymetler", s. 16.