

GELİRE ENDEKSLİ SENETLER

INCOME INDEXED SECURITIES



İsmail ENGİN*

ÖZ

Türkiye’de borçlanma araçlarının daha çok hazine bonosu ve devlet tahvili özelinde yoğunlaştığı görülmektedir. Hazine, 1980’lerin ortalarından itibaren altyapı yatırımlarının finansmanını sağlamak amacıyla Gelir Ortaklığı Senetleri, katılım bankalarına araç çeşitliliği sağlamak ve körfez sermayesini ülkeye çekmek amacıyla 2009 yılında Gelire Endekli Senet ve 2012 yılında Kira Sertifikası (Sukuk) ihracına başlamıştır. Benzer şekilde bu yeni araçların ihraç gerekçeleri, yatırımcı tabanını genişletmek ve araç çeşitliliği sağlamaktır. Ancak, en temel amaç ise, inanç temelli olarak bono ve tahvil gibi faizli enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen yatırımcıların tasarruflarını ekonomiyeye kazandırmak ve alternatif plasman alanları oluşturmaktır. Çalışmanın odağını, 2022 yılında gerçekleştirilen gelire endekli se-

ABSTRACT

It is observed that debt instruments in Turkey are mostly concentrated on treasury bills and government bonds. Since the mid-1980s, the Treasury began issuing income-indexed bonds in 2009 and Sukuk in 2012 in order to provide financing for infrastructure investments, income partnership bonds to provide instrument diversity for participation banks and to attract gulf capital to the country. Similarly, these new instruments are issued for expanding the investor base and instrument diversification. However, the most basic purpose is to bring the savings of investors who do not want to invest in interest-bearing instruments such as bills and bonds on a faith-based reasons to the economy and to create alternative placement areas. The focus of the study is the comparison of past and current applications of income-indexed securities. It is observed that

* Dr. Öğr. Üyesi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü, ORC-ID: 0000-0002-3524-8466.

Engin, İ. (Ağustos). Gelire Endekli Senetler, *Vergi Raporu*, 275, (30-42).

net ihracının geçmişteki gelire endeksli senetlerle karşılaştırılması oluşturmaktadır. 2022 yılında ihraç edilen gelire endeksli senetler, araç çeşitliliği sağlamak, yatırımcı tabanını genişletmek ve Türk Lirası varlıklara yönelimi teşvik etmek amaçlarına yöneliktir. Bu gelire endeksli senetler; zaman, planlama, tasarım ve ihraç sonuçları açısından değerlendirildiğinde, sayılan hedeflere ulaşabilirliği oldukça zayıf bir enstrüman niteliğinde olup itfa tarihi itibarıyla hedeflerle çatışabilecek sonuçlara da zemin hazırlayabilecektir. Bu biçimdeki görece yeni sayılabilecek borçlanma girişimlerinin borçlanma alanlarını aşındırmak ve potansiyel krebilitelerini düşürmek gibi olumsuzluklara neden olması da kaçınılmazdır.

Anahtar Kelimeler: Gelir Ortaklığı Senetleri, Sukuk, Gelire Endeksli Senetler

JEL Sınıflandırma Kodları: H12, E62, E63.

GİRİŞ

Vergi başta olmak üzere kamu gelirlerinin, kamu harcamalarını karşılayamaması halinde, finansman açığının kapatılmasında ilk seçenek borçlanma olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti'nin Osmanlı'dan kalan borç yükü nedeniyle kuruluşu ile birlikte muhafazakâr bütçe anlayışının bir yansıması olarak borçlanmaya karşı mesafeli bir duruş söz konusu olmuştur. 1930'larda demiryolu başta olmak üzere alt yapı yatırımlarının ve sanayileşme planının finansmanı, iç borçlanmanın ülkemizdeki miladı niteliğindedir. Yine izleyen dönemlerde, savunma giderlerinin, bütçe açıklarının ve kalkınma planlarının finansmanı amacıyla iç borçlanmaya başvurulduğu görülmektedir. Ancak, ihale yöntemiyle sistemli iç borçlanmanın başlangıcı ise 1980'lerin ortalarına denk gelmektedir.

Düzenli ihale yöntemiyle sistemli bir iç borçlanmanın 1980'lerin ortasında başlamasının ge-

the income-indexed securities issued in 2022 were issued with the aim of providing a variety of instruments, expanding the investor base and channelisation of savings to Turkish Lira assets. When evaluated in terms of time, planning, design and implementation results, it is seen that it is a very weak instrument in terms of reaching the mentioned goals. On the contrary, it will pave the way for results that may conflict with the targets as of the redemption date. It is inevitable that such relatively new borrowing initiatives will lead to negativities such as eroding borrowing areas and reducing their potential credibility.

Keywords: Income share securities, sukuk, income indexed securities

JEL Classification Codes: H12, E62, E63.

rekçelerini üç noktada ifade etmek mümkündür. Bunlar; 24 Ocak kararları ile gerçekleştirilen vergi indirimlerinin ve ihracatı teşvik amacıyla sağlanan vergisel bağışlıkların vergi gelirlerinde erozyona neden olması, 6 Kasım 1983 seçimleri sonrası iktidar değişikliği ile birlikte baraj, köprü, otoyol, telekomünikasyon gibi büyük ölçekli alt yapı yatırımlarının artması ve 24 Ocak kararları sonrası Dünya Bankası'ndan görece kolaylıkla sağlanan Yapısal Uyum Kredilerinin itfasının gelmesi olarak sıralanabilir. Uygulamaya konulan katma değer vergisinin sağladığı sınırlı mali katkıdan ziyade daha çok ihraç edilebilir mal fazlası yaratmaya hizmet etmesi, nakit yönetiminden sorumlu olan Hazineyi, yeni arayışlara yöneltmiştir.

Türkiye'de kullanılan iç borçlanma araçlarını; hazine bonusu, devlet tahvili, kısa vadeli avans, hazine kefaletini haiz bonolar, gelir ortaklığı senetleri, gelire endeksli senetler, kira sertifikası,

yüklenici bonoları ve emanetler olarak sıralamak mümkündür¹. Ancak, iç borçlanmaların ağırlıkla bono ve tahvil ihracı biçiminde gerçekleştiği görülmektedir.

Hazine, devlet iç borçlanma senetlerinde çeşitliliğin sağlanması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi başta olmak üzere, 1984 yılında altyapı yatırımlarının finansmanını sağlamak amacıyla Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS), katılım bankalarının plasman çeşitliliğini sağlamak amacıyla 2009 yılında Gelire Endekli Senetler (GES) ve körfez sermayesini Türkiye'ye çekebilmek için 2012 yılında kira sertifikası (Sukuk) ihracına başlamıştır. Sayılan bu üç devlet iç borçlanma senedinin ortak amacı, inanç temelli olarak bono ve tahvil gibi faizli enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen yatırımcıların da tasarruflarını ekonomiye kazandırmak ve kaynak mobilizasyonunu sağlamaktır.

2022 yılında gerçekleştirilen GES ihracı ile 1980 sonrası sistemimize girmiş bulunan bu yatırım araçlarının tekrar analizi ve özellikle yeni GES ihracının tasarım ve işlevselliğinin değerlendirilmesi amacını taşıyan çalışmada öncelikle geleneksel borçlanma araçları olan tahvil ve bono, ardından alternatif nitelikteki-faizsiz borçlanma araçları kısaca açıklanarak gelire endekli senet uygulaması ayrıntılandırılacaktır. Bu bağlamda, 2009 yılındaki ilk ihraç edilen GES'ler ile 24 Haziran 2022 valörlü GES'ler karşılaştırılacaktır. Çalışma, yeni GES ihracının tasarım ve hedeflenen katkıları açısından değerlendirme ve sonuçlandırıcı düşüncelerle tamamlanmaktadır.

1- GELENEKSEL BORÇLANMA ARAÇLARI

Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Dü-

zenlenmesi Hakkında Kanun'a göre, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yurt içinde ihraç edilen borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Bu senetlerin milli para ya da yabancı para cinsinden olması ile yerleşiklere ya da yabancılara satılması iç borç niteliğini değiştirmemektedir. Ancak, bu genel tanımlaya karşın Türkiye'de DİBS ile genel olarak kastedilen hazine bonoları ve devlet tahvilleridir. Bunun temel nedeni ise, Hazinesinin uzun yıllar, bu iki borçlanma aracı dışında başka yatırım aracı ihraç etmemesinden kaynaklanmaktadır. 2022 yılı Ocak-Mayıs dönemi itibarıyla Hazine ve Maliye Bakanlığı 94,351 milyar TL'lik net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Bu net iç borçlanmanın %18,2'si Hazine bonusu; %81,8'i Devlet tahvili ihracı ile sağlanmıştır².

Hazine bonusu, ihraç edildikleri tarih itibarıyla vadeleri bir yıldan kısa olan (364 güne kadar) devlet iç borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Hazine bonoları, kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak ve yıl içinde ortaya çıkan gelir ve giderlerin zaman bakımından uyumsuzluğunu gidermek amacıyla 3, 6, 9 ve 12 ay vadelerde ihraç edilmektedir.

Devlet tahvili ise ihraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl (364 gün) ve daha uzun vadeli devlet iç borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Devlet tahvillerinin ihraç gerekçesi, yatırım harcamalarını finanse etmek ve vadesi gelen borçları çevirmektir.

2- ALTERNATİF BORÇLANMA ARAÇLARI

Ülkemizde tahvil ve bono ağırlıklı borçlanma araç yapısının değiştirilmesine yönelik ilk girişimlerin temelinde inanç temelli olarak sabit getirili enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen tasarrufluların atıl fonlarının ekonomiye kazan-

¹ Kısa vadeli avans ve hazine kefaletini haiz bonoların TCMB'de iskonto ettirilmesi uygulaması, 2001 yılında TCMB'ye operasyonel bağımsızlık sağlayan 4651 sayılı Yasa ile sona ermiştir. İç borçlanma açısından yüklenici (müteahhitlik) bonoları ile emanetlerin, uygulama alanının sınırlı ve istisnai olduğu dikkate alındığında, ihmal edilebilir düzeyde paya sahip olduğu görülmektedir.

² T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Kamu Borç Yönetim Raporu*. (Haziran 2022). (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/Web_Kamu_Borc_Yonetimi_Raporu_Haziran_2022_v3.pdf). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.

dırılması yatmaktadır. Bu kapsamda kronolojik olarak GOS'lar, GES'ler ve kira sertifikaları (Sukuk) sırasıyla 1984, 2009 ve 2012 yılında ihraç edilmiştir. Çalışmanın temel ilgisi GES'lere yönelik olduğu için diğer alternatif araçları ilişkin tespitlere sınırlı düzeyde yer verilmiştir.

2.1- Gelir Ortaklığı Senetleri

Ülkemizde faizsiz yatırım araçlarının ihracı ilk olarak 1984 yılında 29.02.1984 tarih ve 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'a dayanılarak Hazine Müsteşarlığı tarafından otoyol, köprü, baraj gibi altyapı yatırımlardan sağlanan gelirlerin satılmasına yönelik olarak gelir ortaklığı senetleri adı altında gerçekleştirilmiştir³.

2 Aralık 1984 tarihinde Boğaziçi Köprüsünün gelir ortaklığı senetlerinin 10 milyar lira tutar karşılığında halka arzı ile başlayan süreç, 7 Ocak 1985 tarihinde Keban Barajı gelir ortaklığı senetlerinin satışa çıkarılması ile devam etmiş ve elde edilen 40 milyarlık senet geliri Fatih Sultan Mehmet Köprüsünün yapımında kaynak olarak kullanılmıştır⁴. Keban Barajı gelir ortaklığı senetlerinin tamamı aynı gün satılmış ve 18.02.1986 tarihinde İMKB'de işlem görmeye başlamıştır⁵.

GOS'larda ortaklık baraj, köprü, santral, otoyol gibi kamusal mülkiyete değil, bu yatırımların gelirlerine yöneliktir. Kamu Ortaklığı Fonu kap-

samına alınmış bulunan yatırımlar tamamlanarak işletmeye alınmakta ve yarattıkları gelirler Fona aktarılmaktadır. Aktarılan kaynaklar, bir başka altyapı projesinin finansmanı için kaynak oluşturmaktadır⁶. GOS sahiplerinin tesisin mülkiyeti veya işletmesi ile ilgili herhangi bir hakkı veya yükümlülüğü bulunmamaktadır.

GOS'ların adında ortaklık ibaresi yer almasına rağmen değişken faizli bir tahvil olarak nitelendirildiği de görülmektedir⁷. Aslında getirinin önceden belirli olmaması ve değişken getirili olması, bu menkul kıymetleri faizli enstrüman olmaktan çıkarmakta iken 1989 yılında dövizde endeksli (LİBOR + %1-1,125 / 2) getiri oranına sahip ihraç⁸ ve 1994 yılında gerçekleştirilen GOS 8-16 Tertip Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) + %6 getiri oranına sahip ihraçlar, GOS'ları sabit getirili devlet tahviline eşdeğer hale getirmektedir.

GOS'lardan elde edilen gelirlerin ilk beş yıl için %100'ü, izleyen üç yıl için %50'si vergiden istisna edilmiş; izleyen dönemlerde tahvil faiz gelirleri ile aynı vergilendirme rejimine tabi tutulmuştur⁹.

İlk ihracı ile birlikte enflasyon oranlarının üzerinde getiri sağlaması nedeniyle önemli ölçüde talep görmüş bulunan GOS'lar, izleyen yıllarda likiditesinin düşük olması, fiyat/getiri oranlarının piyasa koşullarında oluşmaması ve Hazinesin düzenli ihracının bulunmaması nedeniyle 1996 yılından sonra hiç ihraç edilmemiştir¹⁰.

³ Mustafa K. YILMAZ. "Türk Sermaye Piyasasında Faizsiz Yatırım Araçlarının Gelişiminin Değerlendirilmesi ve Geleceğe Dönük Bir Bakış". Finans Politik & Ekonomik Yorumlar. Sayı 563. 2012. s. 29.

⁴ Mahmut ALAGEYİK. *Ulaştırma Yatırımlarında Finansman Modellerinin İncelenmesi ve Türkiye Koşullarına Uygun Model Araştırması*. Bahçeşehir Üniversitesi. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul 2014. s. 33.

⁵ Halil GÜLNAR. *Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi İle Finansmanı*. T. C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi. Ankara. Haziran 2016. s. 92.

⁶ Halil GÜLNAR. *a.g.e.* s. 17.

⁷ Belgin AKÇAY. *Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Kamu Sektörü. SPK 7. Arama Konferansı*. (2006). (<https://silo.tips/download/altyapi-yatirimlerinin-fnansmaninda-kamu-sektr>). Erişim Tarihi: 4 Temmuz 2022; GÜLNAR. *a.g.e.* s. 17.

⁸ Mahmut ALAGEYİK. *a.g.e.* s. 34.

⁹ Filiz GİRAY. "Devlet Tahvili, Hazine Bonosu ve Gelir Ortaklığı Senetlerinde Vergilendirme". Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi. Sayı 1. 1994. s. 18.

¹⁰ Mustafa K. YILMAZ. *a.g.m.* s. 29.

2.2- Gelire Endeksli Senetler

İnanç temelli yatırım duyarlılığı olan tasarruflara yönelik ikinci borçlanma aracı 2009 yılında ihraç edilen GES'lerdir. GES'leri, getirileri KİT'lerden elde edilen ve bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmek suretiyle oluşturulan senetler olarak tanımlamak mümkündür¹¹. GES'lerin ihraç gerekçelerini; yatırımcı tabanını genişletmek, sermaye piyasasında araç çeşitliliği sağlamak, katılım bankalarının ve katılım bankaları bünyesinde ya da ortaklığı ile kurulan emeklilik şirketlerinin fonlarını değerlendirebilecekleri enstrüman yaratmak¹² ve faizsiz yatırım arayışında olan körfez sermayesini Türkiye'ye çekmek olarak sıralamak mümkündür.

İlk olarak 28 Ocak 2009 tarihinde ihracı gerçekleştirilen GES'lerin gelirleri, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO), Devlet Malzeme Ofisi Genel Müdürlüğü (DMO), Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü (DHİM) ve Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü (KGEM) gelirlerinden bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmiştir.

İzleyen ana başlıkta ayrıntılandırılacak GES'lerin görece başarısında, ikincil piyasada işlem görmesi ve Hazinesinin düzenli ihracının payı bulunmaktadır. Ancak, gereken potansiyeli bulamamasında da ihraç zamanlamasının yanlışlığı¹³ ve inanç temelli yatırımcılara yönelik tasarım hataları yer almaktadır.

2.3- Kira Sertifikası

Diğer alternatif borçlanma araçlarında olduğu gibi kira sertifikalarında (Sukuk) amaç, yatırımcı tabanını genişletmek, araç çeşitliliği sağ-

lamak ve inanç temelli yatırım enstrümanı ihraç etmektir. Türkiye'de Hazine tarafından ilk ihraç 2012 yılı Eylül ayında gerçekleştirilmiştir. İlk ihracın bu döneme denk gelmesinde, gelire endeksli senetlerin vadelerinin dolması da etkili olmuştur.

Hazine Müsteşarlığının ilk kira sertifikası ihracına ilişkin yayımladığı Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzunda,

"Kira sertifikaları, varlık kiralama şirketlerinde, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanununun 7/A Maddesi kapsamında, kamuya ait taşınmazların Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi'ne (HMKŞ) satış yoluyla devri yapılmaktadır. Aynı zamanda, tapu kayıtlarında taşınmazların HMKŞ adına tescil işlemi gerçekleştirilmektedir.

HMKŞ tarafından satın alınan varlıkların Hazine Müsteşarlığı'na kiralanması karşılığında, sertifika sahiplerinin payları oranında kira geliri hak etmelerini sağlayan kira sertifikası ihraç edilmektedir.

HMKŞ tarafından kira sertifikası sahiplerine payları oranında kira gelirleri ve kira sertifikası bedelleri dağıtılmaktadır."

ifadelerine yer verilerek kira sertifikalarının işleyişi açıklanmaktadır.

İlk ihraçta, her bir sertifikanın nominal değeri 100 TL'dir. Sertifikalar, 2 yıl vadeli ve 6 ayda bir

¹¹ Ersan UŞUN ve Engin HEPAKSAZ. "Kamu Maliyesinde Yeni Bir Kamusal Finansman Aracı Olarak Gelire Endeksli Senetler". Celal Bayar Üniversitesi SBE Sosyal Bilimler Dergisi. Sayı 8. 2010. s. 170.

¹² Toplamda (2009, 2010 ve 2011 yılında ikişer ve 2012 yılında 1 olmak üzere) 7 tertip ihracı gerçekleştirilen GES'lere yönelik ilk ihraca temkinli yaklaşan katılım bankaları, izleyen GES'lere %50'nin üzerinde talep göstermiştir. (Mustafa K. YILMAZ. a.g.e. s. 30.).

¹³ Körfez sermayesini Türkiye'ye çekmeyi hedefleyen bir enstrümanın petrol fiyatlarının 30 Dolara indiği 2009 yılı Ocak ayında değil de 149,9 Dolar (vadeli piyasalarda 159,9 Dolar) olduğu 2008 Krizi öncesi ihracı, daha rasyonel bir strateji olacaktır.

ara kira ödemelidir. Doğrudan satış yöntemiyle ihraç edilmiş ve ikincil piyasada işlem göreceğ biçimde tasarlanmıştır. Hazine ihaleleri ve millî emlak bedellerinin ödenmesinde teminat olarak kabul edilmektedir.

Kira sertifikaları, diğer borçlanma araçları gibi GVK Geçici 67. madde bağlamında vergilendirilmekte ve ilk ihraç formunda, vadesi 1 yıla kadar olan kira sertifikalarında stopaj oranı %10 iken 5 yıl ve daha uzun vadeli kira sertifikalarında stopaj oranı %0 olarak uygulanmaktadır. Ancak bugün itibarıyla 22.12.2021 tarih ve 4937 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 22.12.2021 ile 31.12.2022 tarihleri arasında iktisap edilen DİBS'lerde stopaj oranı %0 olarak uygulanmaktadır.

İlk ihraçtan (sabit kira getirili) sonra ülkemizde, TÜFE'ye endeksli kira ödemeli, altına dayalı kira ödemeli, Dolar ve Euro cinsi sabit kira ödemeli kira sertifikası ihraçları gerçekleştirilmiştir. Yatırımcı talebi ve Hazinesin borçlanma stratejisine bağlı olarak bir yıldan kısa vadeli kira sertifikası ihracı da söz konusu olabilmektedir.

2022 yılı Ocak-Mayıs dönemi itibarıyla gerçekleştirilen toplam iç borçlanmanın %13,7'si kira sertifikalarından, %15,9'u altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikalarından oluşmaktadır. Tutar olarak bakıldığında TL cinsi nominal 31,7 milyar TL'lik kira sertifikası ve yaklaşık 34.834 kg altın karşılığı altına dayalı kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir¹⁴.

3- GELİRE ENDEKSLİ SENETLER

Hazine ve Maliye Bakanlığı, 10 Haziran 2022

tarihli basın duyurusu ile "yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, yatırımcı tabanının genişletilmesi ve Türk lirası varlıklara yönelimi teşvik etmek amacıyla" Gelire Endeksli Devlet İç Borçlanma Senedi (GES) ihraç edeceğini duyurmuştur. 15-22 Haziran 2022 tarihleri arasında gerçekleştirilen talep toplama işlemleri sonucunda, 24 Haziran 2022 valörlü ve 23 Aralık 2022 itfa tarihli GES ihracı gerçekleştirmiştir. Bu ihraca 83.816 bireysel yatırımcı talebi gelmiş ve bu talebin tamamı Bakanlık tarafından karşılanarak yaklaşık 6,6 Milyar TL'lik GES satışı gerçekleştirilmiştir.

İlk olarak 2009 yılında ihracı gerçekleştirilmiş olan GES'lerin tekrar gündeme gelmesi Türkiye'deki ilk GES ihracı ile 2022 yılı GES ihracının amaç ve teknik yönleri ile karşılaştırılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu başlıkta, geçmiş GES'ler ile yeni GES'lerin benzer ve farklı yönleri ortaya konulmaktadır. Başlıklandırma olarak yeni GES'lere ilişkin "Yatırımcı Kılavuzu"ndaki sistematik benimsenmiştir¹⁵.

3.1- Genel Hususlar

Gerek 2009 gerekse 2022 yılındaki gerçekleştirilen her iki GES ihracında, devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitlendirilmesi ve yatırımcı tabanının genişletilmesi söz konusu iken 2022 yılındaki ihraçta Türk Lirası varlıklara yönelimi teşvik etme amacına da yer verildiği görülmektedir. Bu farklılaşmanın iki açıdan ayrıntılandırılmaya ihtiyaç bulunmaktadır.

2009 yılındaki GES ihracının temelinde, yatırımcı tabanını genişletmek ve araç çeşitlendir-

¹⁴ T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Kamu Borç Yönetim Raporu*. (Haziran 2022). (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/Web_Kamu_Borc_Yonetimi_Raporu_Haziran_2022_v3.pdf). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.

¹⁵ T. C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. *Gelire Endeksli Senetler Tanıtım Kılavuzu*. (http://hazine.gov.tr/doc/GES/ges_brosur.pdf). Erişim tarihi: 28 Ocak 2009; T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Bireysel Yatırımcılara İhraç Edilen Gelire Endeksli Senetler Yatırımcı Kılavuzu Haziran 2022*. (<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/GES-Yatirimci-Kilavuzu.pdf>). Erişim tarihi: 26 Haziran 2022; T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Basın Duyurusu (10 Haziran 2022)*. (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/GES-Ihrac-Duyurusu_10.06.2022.pdf). Erişim tarihi: 11 Haziran 2022; T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Basın Duyurusu (24 Haziran 2022)*. (<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/TRB231222T11-GES-Sonuc-Duyurusu.pdf>). Erişim tarihi: 29 Haziran 2022.

mesi, önemli ölçüde ivme kazanmış olan katılım bankalarına hem plasmanları hem de bireysel emeklilik sisteminde potansiyeline katkı sağlamak ve körfez sermayesini ülkeye çekebilmek yer almaktadır¹⁶. Yatırımcı tabanının genişletilmesinin temelinde ise, özellikle inanç temelli olarak tahvil ve bono gibi faizli enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen yatırımcıların da tasarruflarını ekonomiye kazandırmak amaçlanmaktadır.

2022 yılında gerçekleştirilen ihraçta önceki ihraçlarda belirtilen amaçlara ek olarak Türk lirası varlıklara yönelimi teşvik etmek de yer almaktadır. Doğal olarak 2022 yılındaki ihraç ile asıl hedefin para ikamesinin önüne geçmek ve anti enflasyonist etkiler meydana getirmek olduğunu ifade etmek mümkündür. Nitekim 2009 yılındaki GES ihraçları hem döviz hem de TL cinsi iken 2022 yılındaki ihraç sadece TL cinsi olarak gerçekleştirilmiştir. Bu tespitleri destekleyen bir başka unsur ise, ihraç yöntemleridir. 2009 yılındaki ihraç doğrudan satış yöntemiyle katılım bankalarına yönelik iken 2022 ihracı, halka arz yöntemiyle sadece bireysel yatırımcılara-gerçek kişilere yöneliktir¹⁷.

İki farklı dönemdeki ihraca ilişkin bir diğer fark ise, GES'lerin gelirlerinin ilişkilendirildiği kurumlardır. 2009 yılı GES ihracı, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO), Devlet Malzeme Ofisi Genel Müdürlüğü (DMO), Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü (DHMİ) ve Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü (KGEM) gelirlerinden

bütçeye aktarılan hasılat paylarına endeksli iken 2022 yılı GES ihracı sadece DHMİ ve KGEM gelirlerinden bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmiştir.

3.2- Senetlerin Özellikleri

2009 yılındaki ihraçta TL cinsi senetler, 3 yıl vadeli 3 ayda bir kupon ödemeli iken Dolar cinsi senetler, 3 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli olarak gerçekleştirilmiştir. 24 Haziran 2022 valörlü GES'ler ise 182 gün vadeli ve 3 ayda bir kupon ödemelidir. Doğal olarak, 2009 yılındaki ihraçta, Bütçe Kanunu'nda 2009, 2010 ve 2011 yılları için açıklanan Hasılat Payına ilişkin gelir tahminleri GES'ler için azami getiri sınırını oluştururken 2022 yılı ihracında ise sadece ilgili yıl (2022) Bütçe Kanunu'nda açıklanan Hasılat Payına ilişkin gelir tahminleri kupon ödemesinde referans alınmaktadır.

2009 yılında gerçekleştirilen ihraçta TL ve Dolar cinsi GES'lerin nominal değeri 1.890 milyon TL iken 2022 yılı ihracında (DHMİ'den sağlanan gelir tahmini 565,993 milyon TL ve KGEM'den sağlanan gelir tahmini 308,151 milyon TL olmak üzere) toplam 874,144 milyon TL düzeyindedir. 2009 yılı ihracında TL cinsi GES'lerde her bir senedin nominal değeri 100 TL ve döviz cinsi GES'lerde 100 Dolar iken 2022 ihracında asgari talep tutarı 1.000 TL olup 1 TL'nin katları şeklindedir. Bu, doğal olarak yatırımcı tabanının farklı

¹⁶ İsmail ÖZSOY ve Aydın YABANLI. "Yeni Gelişmeler Işığında Faizsiz Finans ve Katılım Bankacılığı". (https://tkbb.org.tr/Documents/Sunumlar/OZSOY_YABANLI-Turkiyede%20Katilim%20Bankaciligi_TURCOMONEY_Subat2011.pdf). Erişim tarihi: 28 Haziran 2022.

¹⁷ 1996 yılında uygulamaya giren doğrudan satış yönteminde, DİBS'lerin başlangıçta kime ve ne kadar satılacağı bellidir. Hazine ve Maliye Bakanlığı; kamu kurumları, bankalar ile diğer finansal kuruluşlara doğrudan ihraç yöntemi ile DİBS ihraç edebilmektedir. Kamu kurumları, bankalar ya da diğer finansal kuruluşlar senet taleplerini Hazine'ye iletmektedir. Söz konusu talep Hazine tarafından değerlendirilmekte ve piyasa koşulları çerçevesinde senedin faizi belirlenerek karşı tarafta da mutabakat sağlanarak senet ihracı gerçekleştirilmektedir. Bono ve tahvillerin bankalar ve aracı kurumlar (Piyasa Yapıcı Bankalar) vasıtasıyla doğrudan halka arz yöntemiyle satılmasına 1992 yılında başlanmıştır (Ahmet ULUSOY. *Devlet Borçlanması. Celepler Matbaacılık*. Şubat 2011. s. 107; Burcu Zühal İMAN ER. *Hazine İç Borçlanma İhalelerinin İkincil Piyasa DİBS İşlemleri Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Uzmanlık Yeterlik Tezi). Ankara 2016. s. 5.).

olmasından da kaynaklanmaktadır.

Her iki ihraçta da asgari ve azami bir getiri limiti bulunmaktadır. 2009 yılı ihracında TL cinsi GES'lerde asgari %90'luk hasılat garantisi söz konusu iken 2022 yılı ihracında asgari getiri garantisinin %95'e çıkarıldığı görülmektedir.

2009 yılında ihraç edilen GES'ler ikincil piyasada (İMKB Tahvil ve Bono piyasasında) işlem görebilmekte iken 2022 yılı ihracında senetler, başka yatırımcılara satılamamakta ve devredilememektedir. Hatta istisnalar dışında talep toplamaya aracılık eden bankadan başka bir bankaya transferi de mümkün değildir. Ancak 2022 yılı ihracı 182 gün vadeli değil de 1 yıl ve üzeri vadede olmuş olsaydı "kademeli (itfa olan) tahvil"¹⁸ benzeri vadeden erken anapara ve birikmiş kupon ödemesinin Hazine'den geri alınabilmesi söz konusu olabilecekti. Ancak, her halde ikincil piyasada işlem görebilmesi söz konusu olamayacaktı. Doğal olarak bu tasarım, GES ihracının temel gerekçesinin anti-enflasyonist etkiler meydana getirmek ve para ikamesini tersine çevirmek olduğunu daha da netleştirmektedir. 2022 Mayıs itibarıyla %73,5 düzeyinde enflasyon ve %71,8 düzeyinde dolarizasyon olgusunun¹⁹ yeni enstrüman arayışlarını tetiklemesi anlaşılır görülmektedir.

2009 yılında ihraç edilen GES'ler, kamu ihalelerinde ve milli emlak bedellerinin ödenmesinde teminat olarak kullanılabilen iken 2022 yılı ihracında GES'lere ilişkin böyle bir yan çıkar sağlanmamıştır. Vadeye kadar elde tutulma zorunluluğu ile birlikte değerlendirildiğinde, 2022 yılı ihracının likiditenin düşürülmesi ve portföyde saklama zorunluluğu hedefi ile tutarlıdır.

Her iki dönemde de ihraç edilen GES'ler aynı vergilendirme rejimine tabidir. 12.01.2009 tarih

ve 2009/14592 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ve 22.12.2021 tarih ve 4937 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 22.12.2021 ile 31.12.2022 tarihleri arasında iktisap edilen DİBS'lerde stopaj oranı %0 olarak tespit edilmiştir. Bu gelirler GVK. Geçici 67. madde bağlamında beyana tabi tutulmamaktadır. Her iki GES ihracında sağlanan bu ayrıcalıkla, diğer devlet iç borçlanma senetleri ile aynı vergilendirme rejimine tabi tutulması hedeflenmiş olmaktadır.

3.3- Hasılat Payları

Her iki ihraçta da GES getirileri, sayılan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin gelirlerinden bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslidir. 2009 yılı ihracında, TPAO, DMO, DHMİ ve KGEM yer alırken 2022 yılı ihracında bu kapsamda sadece DHMİ ve KGEM gelirleri yer almaktadır.

5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun 78. maddesinde, "*Kamu iktisadi teşebbüsleri ve kamu şirketlerinin gayrisafi hasılatının yüzde onbeşine kadar tutarda bir bedel tahsil edilerek genel bütçeye gelir kaydedilir. Bu kapsamda bedel tahsil edilecek kurum ve kuruluşlar ile hasılat payı oranları, ödeme yeri ve zamanı (Bakanlar Kurulu) Cumhurbaşkanlığı tarafından belirlenir*" hükmüne yer verilmiştir. Bu çerçevede, 30.12.2005 tarih ve 2005/9916 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile TPAO, DMO, DHMİ ve KGEM'in gayrisafi hasılatının %10'unun bütçeye aktarılması hüküm altına alınmıştır. Ancak, 22.12.2006 tarih ve 2006/11442 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile DHMİ'ye ilişkin aktarım oranı %14'e çıkarılmıştır. Belirlenen oranlar kadar tutar, tahakkuk ettiği izleyen ayın sonuna kadar ilgili kurumlarca ödenmektedir.

¹⁸ Güneş TIKNAZ. *Türkiye'nin 2001 Krizi Sonrası dönemde Euro Tahvil İhracı İle Finansman Sağlaması*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul 2005. s. 13.

¹⁹ Mahfi EĞİLMEZ. Kur Korumalı Mevduat Hesabı Dolarizasyonu Artırdı. (6 Haziran 2022). (<https://www.mahfiegilmez.com/2022/06/kur-korumali-mevduat-hesab-dolarizasyonu.html>). Erişim tarihi: 2 Temmuz 2022.

3.4- Ödeme

Her iki GES ihracında da yatırımcıların gelirlerindeki dalgalanmaların önüne geçmek ve bütçede ortaya çıkabilecek aşırı yükü sınırlandırabilmek amacıyla asgari ve azami getiri oranları tespit edilmiştir. 2009 yılında gerçekleştirilen TL cinsi 3 yıl vadeli 3 ayda bir kupon-getiri ödemeli GES ihracında 100 TL'lik GES karşılığında asgari %3,58 ve azami %3,98; 3 yıl vadeli 6 ayda bir kupon-getiri ödemeli döviz cinsi GES ihracında 100 Dolarlık GES karşılığında asgari %3,04 ve azami %3,20 getiri oranları belirlenmiştir. 2022 yılı ihracında ise sadece TL cinsi GES ihraç edilmiş ve getiri oranları, Hazinece belirlenen dönemsel getiri oranınının (%5,32) asgari %95 ile azami %110'u arasında tespit edilmiştir.

2022 yılında gerçekleştirilen GES ihracı belirlenen dönemsel getiri oranı ve getiri sınırları

dikkate alındığında, aşağıdaki baz senaryoya yer vermek mümkündür.

10 Haziran 2022 tarihli Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Basın Duyurusuna göre, 2022 yılı için anılan iki kurumun bütçeye aktaracağı hasılat payları toplamı 874.144 Bin TL olarak tahmin edilmektedir. Getiri ödemesine temel teşkil edecek olan hasılat endeksi hesaplamasında tahmin edilen gelirin aylık olarak eşit dağıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca getiri oranlarının hesaplanmasında aşağıda yer alan formüllere yer verilmiştir.

$$\text{Hasılat Endeksi: Gerçekleşen Hasılat Payı}_{\text{Hasılat Dönemi}} / \text{Beklenen Hasılat Payı}_{\text{Hasılat Dönemi}} * 100$$

$$95 \leq \text{Hasılat Endeksi} \leq 110$$

$$\text{Nihai Dönemsel Kupon Getirisi: Hazinece Belirlenen Dönemsel Kupon Getiri Oranı} * \text{Hasılat Endeksi} / 100$$

Tablo 1: 24 Haziran 2022 Valörlü GES Ödemelerine İlişkin Örnek Projeksiyon

Kupon Tarihi	23.09.2022	23.09.2022	23.09.2022	23.12.2022	23.12.2022	23.12.2022
Veri Açıklama Tarihi	15.08.2022	15.08.2022	15.08.2022	15.11.2022	15.11.2022	15.11.2022
Beklenen Gelir (Bin TL)	218.536	218.536	218.536	218.536	218.536	218.536
Dönemsel Getiri Oranı (%)	5,32	5,32	5,32	5,32	5,32	5,32
%95'lik Asgari Dönemsel Getiri Oranı (%)	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05
%110'luk Azami Dönemsel Getiri Oranı (%)	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Baz Alınan Aylar	Mayıs-Haziran-Temmuz	Mayıs-Haziran-Temmuz	Mayıs-Haziran-Temmuz	Ağustos-Eylül-Ekim	Ağustos-Eylül-Ekim	Ağustos-Eylül-Ekim
Gerçekleşen Gelir (Bin TL)	220.000	290.000	175.000	220.000	290.000	175.000
Hasılat Endeksi	100,670	132,701	80,078	100,670	132,701	80,078
Gerçekleşen Dönemsel Getiri Oranı (%)	5,36	7,06	4,26	5,36	7,06	4,26
Ödenecek Dönemsel Getiri Oranı (%)	5,36	5,85	5,05	5,36	5,85	5,05

Kaynak: 10 Haziran 2022 tarihli Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Basın Duyuru referans alınarak tarafımızca hazırlanmıştır. GES'ler 3 ayda bir kupon ödemeli ve 182 gün vadeli. 23.12.2022 tarihinde kupon ödemesi ve anaparası ile birlikte itfa edilecektir. Hasılat endeksinde virgülden sonra 3, nihai dönemsel kupon getirisinde ise 2 haneye yuvarlama yapılmaktadır. Tablo'da iki dönemsel kupon ödemesine ilişkin olarak bütçeye aktarılan hasılat paylarının beklenen gelirin altında, çok üzerinde ve yakın değerlerde gerçekleşmesini içeren aynı üç senaryoya yer verilmiştir.

Tablo'dan da görüleceği üzere 2022 yılı ihracında GES'lerin dönemsel getirisi %5,05 ile %5,85 arasında değişkenlik göstermektedir.

3.5- Diğer Hususlar

Dönemsel kupon ödemelerine referans teşkil eden hasılat payları kupon ödemesinin yapılacağı aydan bir önceki ayın 15. günü açıklanmaktadır.

2009 yılında gerçekleştirilen GES ihracında, ihraç tutarı tespit edilmiş (1,890 Milyar TL) ve talep doğrultusunda yatırımcılara paylaştırılacağı ilan edilmiştir. Ancak 2022 yılında önceden belirlenen bir tutar söz konusu olmayıp gelen talebe göre satış gerçekleştirilmiştir. Aynı zamanda gelen bireysel yatırımcı talebinin tamamı karşılanmıştır. O nedenle 2009 yılı ihracında asgari getiri garantisi içermesine rağmen gerçekten bir gelire endeksleme söz konusu iken 2022 yılı ihracı "mevcut DİBS'lere alternatif TL cinsi bir enstrüman" gibi bir bakışı içermektedir.

2009 yılı ve sonrasında Bakanlar Kurulu Kararı ve 2022 yılında Cumhurbaşkanlığı Kararı ile bütçeye aktarılacak gayrisafi hasılat oranlarının düşürülmesi halinde yatırımcı aleyhine bir durumun ortaya çıkma durumunda 2009 yılı ihracında belirlenen dönemsel asgari getiri oranının TL cinsi GES'lerde (Azami Kupon ödemesinin %90'ı olan) %3,58; 2022 yılı ihracında ise Hazinece belirlenen %5,32'lik dönemsel getiri oranının ödeneceği taahhüt edilmektedir. Bütçeye aktarılan hasılat paylarına ilişkin geçmiş üçer aylık dönemlere ilişkin olası bir düzeltmenin yapılması halinde, gerçekleştirilmiş bulunan kupon ödemelerinin, bu düzeltmeden etkilenmeyeceği, düzeltmenin izleyen kupon ödemelerini etkileyeceği de taahhüt edilmektedir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Temelde kamunun finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla gerçekleştirilen borçlanmanın

enflasyon ve durgunlukla mücadelede de katkıları yadsınamaz. Enflasyonist dönemde, piyasadaki likidite fazlasının piyasadan çekilmesi ve durgunluk döneminde, atıl fonların ekonomiye kazandırılması borçlanmanın mali olmayan amaçları arasında yer almaktadır. Borcun sağlanmasından tamamen ödenerek tasfiye edilmesine kadar uzanan bir süreç olarak tanımlanan borç yönetimi, bir yandan devletin yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmesini diğer yandan ekonomide çeşitli makroekonomik etkiler meydana getirilmesini içermektedir. Genel olarak borç yönetiminin amaçları²⁰; devletin borçlanma gereksinimini karşılamak, kamunun düzenli olarak borçlanmasını sağlayacak piyasaları oluşturmak, iktisadi istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını engellemek, alınan borçların, makroekonomik yapıda ortaya çıkaracağı olumsuz etkilerini azaltmak, borçlanma maliyetlerini minimize etmek, kur riskini azaltabilmek amacıyla toplam borç içinde döviz cinsi borcun payını düşürmek, borç anapara ve borç faiz ödemelerinin, kamu gelirleri üzerindeki baskısını azaltmak, dengeli bir vade yapısı oluşturmak, taahhütleri tam ve zamanında yerine getirmek, borçlanma politikasının para ve diğer maliye politikalarıyla koordinasyonunu sağlamak, borçlanma alanlarını [toplumun tasarruf, eğitim, kültür, sosyal ve hatta inanç düzeyine göre çeşitlenen finansal enstrümanlarla] genişletmek olarak sıralanabilmektedir.

1980'lere kadar önemli ölçüde tahvil ve bono olarak karşımıza çıkan DİBS'ler, 1984'te gelir ortaklığı senetleri, 2009'da gelire endeksli senetler ve 2012'de kira sertifikası ihracı ile çeşitlenmeye başlamıştır. Bu yeni ihraçlar; uzun vadeli tasarrufları ekonomiye kazandırmak, alt yapı yatırımlarının finansmanını sağlamak, inanç temelli olarak faizli enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen tasarrufların tasarruflarını ekonomiye

²⁰ Ahmet ULUSOY. a.g.e. s. 281-286; Hamdi BAĞCI. *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*. SPK Yayını. Ankara. Haziran 2001. s. 157-158; İsmail ENGİN ve Serdar ŞAHİN. *Maliye ve Vergi Hukuku*. Seçkin Yayıncılık. Ankara. 2022. s. 186.

kazandırmak, katılım bankalarına araç çeşitliliği sağlamak ve 2022 yılı özelinde Türk Lirası varlıklara yönelimi hızlandırmak ve enflasyonla mücadele etmek gibi amaçlara hizmet etmektedir.

24 Haziran 2022 tarihli GES ihracının amaçları arasında doğrudan belirtilmemekle birlikte, inanç temelli olarak yatırımcı tabanının genişletilmesi örtük olarak yer almaktadır. Ancak, 2009-2012 döneminde gerçekleştirilen GES ihracı sonrası bu bağlamda ortaya çıkan tartışmalar, hem katılım bankalarını hem de Hazineyi zor durumda bırakmıştır.

GES'lere gerek 2009 gerekse 2022 yılı ihracında sağlanan asgari getiri garantisi, inanç temelli yatırımcıların hassasiyet gösterdiği konular arasında yer almaktadır²¹. 24 Haziran 2022 tarihinde yaklaşık 6,6 Milyar TL'lik GES ihracı gerçekleştirmiş olan Hazine ve Maliye Bakanlığı, tartışmaların yoğunluğuna bağlı olarak tekrar bir erken itfa ya da değişime neden olacak bir başka enstrüman ihracı ile karşı karşıya kalabilir.

Tasarım ve amaçları açısından 24 Haziran 2022 valörlü GES ihracı değerlendirildiğinde birçok açıdan eleştiriye açıktır. Tasarım açısından acele ile kaleme alınmış 9 Haziran 2022 tarihli iki Bakanlık duyurusunu takiben 10 Haziran itibarıyla GES ihracı ayrıntılandırılmıştır. Öncelikle,

geçmiş başarı sicili tartışmalı bir borçlanma aracının tekrar pazarlanabilmesi, çok daha iyi bir iletişim stratejisini gerektirmektedir. Hatta 9 Haziran tarihli Bakanlık açıklamasının hem kısa hem uzun vadeli tespit ve değerlendirmeleri dikkate alındığında, çok daha yeni ve daha iyi tekniklerle pazarlanan bir borçlanma aracının ihracını gerektirmektedir.

GES ihracının amaçları arasında Türk Lirası varlıklara yönelimi teşvik etmenin yer alması, para ikamesini tersine çevirebilecek düzeyde getiriye sahip yeni bir enstrümana ihtiyaç göstermektedir. Ocak-Mayıs 2022 dönemi TÜFE'deki artışın %35,6; TCMB'nın 2022 yılı Aralık sonu itibarıyla enflasyon tahminini %42,8 olarak revize ettiği iktisadi bir konjonktürde, Hazinece belirlenen yıllık bileşik getiri oranının %23,04 (azami getiri oranı %110 varsayımı altında %25,34) olduğu TL cinsi bir yatırım aracının para ikamesini tersine çevirmesini beklemek oldukça iyimser bir yaklaşım olmaktadır. Mevcut haliyle GES'ler ancak, mevduat bankalarının fon kullanım olanaklarını daraltmaya ve (doğrudan faiz artırımı yapılmaksızın) kredi sıkılaştırmasına zemin hazırlayabilecek bir dışsallık sağlayabilir.

GES ihracındaki enflasyonla mücadele amacıyla açısından da vade kaynaklı tasarım sorunları

²¹ 15 Şubat 2009 tarihli yazısı ile gelire endeksli senetlerin inanç temelli meşru olduğu değerlendirmesi yapan Katılım Bankaları ve bu bankaların çeşitli kurullarında görev alan Hayrettin Karaman, 19 Şubat 2012 tarihli yazısı ile görüşünü revize ederek, inanç temelli yatırım yapılacak bir enstrüman olmadığı kanaatini dile getirmiştir. Bu konuda hassasiyeti olan bireysel ve kurumsal yatırımcıların oluşturduğu kamuoyu Hazineyi önemli ölçüde erken itfa yükümlülüğü ile karşı karşıya bırakmıştır. Açıklamayı önceden öğrenen bazı katılım bankaları 17 Şubat tarihli yeni GES ihalesine katılmamıştır. Katılım Bankaları Birliği Genel sekreteri Osman Akyüz, "Katılım bankalarının elinde yaklaşık 1 Milyar TL'lik GES var (ek olarak bireysel yatırımcıların portföyünde de 459 Milyon TL). Hazineden talebimiz bunları alın bize kira sertifikası verin" biçimde taleplerini dile getirmiştir (29.12.2012-<https://t24.com.tr/haber/gelire-endeksli-senetlerdeki-1-milyar-lira-haram-oldu,200461>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022. Aynı zamanda 2009 yılındaki GES ihracının amaçları arasında körfez sermayesini ülkeye çekmek de yer almaktaydı. Ancak, GES'lerin faizsiz enstrüman olduğuna dair "şeriata uygundur" fetvası çıkmayınca körfez sermayesinin ilgi göstermemesi nedeniyle toplam planlanan GES ihracının ancak %26'sına karşılık gelen bir yatırımcı talebi söz konusu olmuştur (Sefer YÜKSEL. "Fetva çıkmadı, GES Hazine'nin elinde kaldı". *Habertürk* (28.01.2009). (<https://www.haberturk.com/ekonomi/makro-ekonomi/haber/124462-fetva-cikmadi-ges-hazinenin-elinde-kaldi>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022. 12 Haziran 2022 tarihli yazılı ve görsel basında, GES'lerin inanç temelli yatırım yapılabilir bir enstrüman olup olmadığına ilişkin tartışmaların yoğunluğu dikkat çekmektedir (Hayrettin KARAMAN. GES hakkında. *Yenişafak*. (<https://www.yenisafak.com/yazarlar/hayrettin-karaman/ges-hakkinda-2063167>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.

bulunmaktadır. Enflasyonla mücadelede borçlanma politikası açısından temel prensiplerden biri borçlanmaların uzun vadeli olmasıdır²². Bunun temel sebebi, Hazinesinin aşırı likiditeyi uzun vadeli olarak ekonomiden çekmesi ve vadesi geldiğinde faiziyle birlikte gerçekleştireceği parasal genişlemenin ötelenmesi gerekliliğidir. Ancak, GES'lerin vadesi 182 gün ve 3 ayda bir getiri-kupon ödemelidir. Doğal olarak ihrac tarihinden itibaren 91 gün sonra sınırlı bir parasal genişleme (yaklaşık 350 milyon TL) ve 23 Aralık 2022 tarihinde de (yaklaşık 6,950 Milyar TL) anlamlı bir parasal genişleme söz konusu olacaktır.

Diğer taraftan, dövize yönelik talebin azaltılması ya da TL cinsi varlıklara talebin teşviki hedefi ise, itfa tarihi itibarıyla işlevsizleşebilecektir. Eğilim olarak yılsonu kurumsal yatırımcıların sendikasyon ödemeleri ve açık pozisyonlarına yönelik döviz talebine ek olarak itfa sonrası ortaya çıkacak parasal genişlemenin de dövize yönelme olasılığı her zaman mevcuttur. Ancak, Bakanlığın olası bir yeniden ihracı halinde beklenen etkinin de ötelenmesi söz konusu olacaktır.

Rasyonel bir borç yönetimi açısından döviz cinsi borçlanma araçlarının payının azaltılarak milli para cinsinden varlıkların payının artırılması ve yatırımcı tabanının genişletilmesi temel ilke ve hedefler arasında yer almaktadır. Ancak, iyi tasarlanmamış ve zamansız gerçekleştirilen borçlanma girişimleri, gelecekteki borçlanma alanlarına yönelik politikaların başlangıç kredibilitelerini her halde düşürecektir.

KAYNAKÇA

- AKÇAY, B. (2006). *Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Kamu Sektörü. SPK 7. Arama Konferansı*. (2006). (<https://silo.tips/download/altyapi-yatirimlarinin-fnansmaninda-kamu-sektr>). Erişim Tarihi: 4 Temmuz 2022.

- ALAGEYİK, M. (2014). *Ulaştırma Yatırımlarında Finansman Modellerinin İncelenmesi ve Türkiye Koşullarına Uygun Model Araştırması*. Bahçeşehir Üniversitesi. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul.
- BAĞCI, H. (2001). *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*. SPK Yayını. Ankara.
- EĞİLMEZ, M. (2022). Kur Korumalı Mevduat Hesabı Dolarizasyonu Artırdı. (6 Haziran 2022). (<https://www.mahfiegilmez.com/2022/06/kur-korunal-mevduat-hesab-dolarizasyonu.html>). Erişim tarihi: 2 Temmuz 2022.
- ENGİN, İ. ve ŞAHİN, S. (2022). *Maliye ve Vergi Hukuku*. Seçkin Yayıncılık. Ankara.
- GİRAY, F. (1994). "Devlet Tahvili, Hazine Bonosu ve Gelir Ortaklığı Senetlerinde Vergilendirme". *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*. Sayı 1.
- GÜLNAR, H. (2016). *Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi İle Finansmanı*. T. C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi. Ankara.
- <https://t24.com.tr/haber/gelire-endeksli-senetlerdeki-1-milyar-lira-haram-oldu,200461>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.
- İMAN ER, B. Z. (2016). *Hazine İç Borçlanma İhalelerinin İkincil Piyasa DİBS İşlemleri Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Uzmanlık Yeterlik Tezi). Ankara.
- KARAMAN, H. (2022). GES hakkında. *Yenisafak*. (<https://www.yenisafak.com/yazarlar/hayrettin-karaman/ges-hakkinda-2063167>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.
- ÖZSOY, İ. ve YABANLI, A. (2011). "Yeni Geleşmeler Işığında Faizsiz Finans ve Katılım

²² İsmail TÜRK. *Maliye Politikası*. Turhan Kitabevi. Ankara 2003. s. 126.

- Bankacılığı*". (https://tkbb.org.tr/Documents/Sunumlar/OZSOY_YABANLI-Turkiyede%20Katilim%20Bankaciligi_TURCO-MONEY_Subat2011.pdf). Erişim tarihi: 28 Haziran 2022.
- T. C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (2009). *Gelire Endeksli Senetler Tanıtım Kılavuzu*. (http://.hazine.gov.tr/doc/GES/ges_brosur.pdf). Erişim tarihi: 28 Ocak 2009.
 - T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). *Basın Duyurusu (10 Haziran 2022)*. (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/GES-Ihrac-Duyurusu_10.06.2022.pdf). Erişim tarihi: 11 Haziran 2022.
 - T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). *Basın Duyurusu (24 Haziran 2022)*. (<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/TR-B231222T11-GES-Sonuc-Duyurusu.pdf>). Erişim tarihi: 29 Haziran 2022.
 - T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). *Bireysel Yatırımcılara İhraç Edilen Gelire Endeksli Senetler Yatırımcı Kılavuzu Haziran 2022*. (<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/GES-Yatirimci-Kilavuzu.pdf>). Erişim tarihi: 26 Haziran 2022.
 - T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2022). *Kamu Borç Yönetim Raporu*. (Haziran 2022). (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/06/Web_Kamu_Borc_Yonetimi_Raporu_Haziran_2022_v3.pdf). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.
 - TIKNAZ, G. (2005). *Türkiye'nin 2001 Krizi Sonrası dönemde Euro Tahvil İhracı İle Finansman Sağlaması*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul.
 - TÜRK, İ. (2003). *Maliye Politikası*. Turhan Kitabevi. Ankara.
 - ULUSOY, A. (2011). *Devlet Borçlanması*. Celepler Matbaacılık.
 - UŞUN, E. ve HEPAKSAZ, E. (2010). "Kamu Maliyesinde Yeni Bir Kamusal Finansman Aracı Olarak Gelire Endeksli Senetler". Celal Bayar Üniversitesi SBE Sosyal Bilimler Dergisi. Sayı 8.
 - YILMAZ, M. K. (2012). "Türk Sermaye Piyasasında Faizsiz Yatırım Araçlarının Gelişiminin Değerlendirilmesi ve Geleceğe Dönük Bir Bakış". Finans Politik & Ekonomik Yorumlar. Sayı 563.
 - YÜKSEL, S. (2009). "Fetva çıkmadı, GES Hazine'nin elinde kaldı". *Habertürk* (28.01.2009). (<https://www.haberturk.com/ekonomi/makro-ekonomi/haber/124462-fetva-cikmadi-ges-hazine-nin-elinde-kaldi>). Erişim tarihi: 4 Temmuz 2022.