



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**TÜRKİYE VE G 20 ÜLKELERİNİN TAHVİL
PIYASALARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

ASEF YELGHİ

İŞLETME ANABİLİM DALI

ŞUBAT 2020



**TÜRKİYE VE G 20 ÜLKELERİNİN TAHVİL PİYASALARININ
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

Asef YELGHİ

**DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

ŞUBAT 2020

Asef Yelghi tarafından hazırlanan “ Türkiye ve G20 Ülkelerinin Tahvil Piyasalarının Karşılaştırmalı Analizi ” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile Gazi Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında İşletme Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. Ahmet AKSOY

İşletme Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

Başkan : Prof. Dr. Hasan KAVAT

İşletme Anabilim Dalı, Atılım Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

Üye : Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN

İşletme Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

Üye : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

İşletme Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

Üye : Doç. Dr. Burak PİRGAİP

İşletme Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

Tez Savunma Tarihi: 12.2.2020

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Figen ZATİF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Asef YELGHİ

12.02.2020

TÜRKİYE VE G 20 ÜLKELERİNİN TAHVİL PİYASALARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

(Doktora Tezi)

Asef YELGHİ

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Şubat 2020

ÖZET

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde özel sektör tahvil piyasası gelişimi hız kazanmıştır. Türkiye’de ise 1998-2005 yılları arasında özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç edilmediği görülmektedir. Devletin kamu harcamalarının artması sonucunda iç piyasadan aşırı borçlanmaya gitmesi ve özel sektöre göre faiz oranlarının yüksek olması özel sektörün borçlanma piyasasından dışlanmasına neden olmaktadır. 2005 yılı sonrası tekrar özel sektör tahvil piyasası gelişmeye başladığı görülmektedir. Dünya ekonomisinin temelini oluşturan G20 ülkeleri, küresel çapta ekonomi ve sermaye piyasasına yön verici niteliktedir. Türkiye ise gelişmekte olan bir ülke olarak bu grupta yer alan önemli oyuncular arasındadır. Bu çalışmada birinci amaç özel sektör ulusal ve uluslararası tahvil piyasası ile ekonomik büyüme arasında ilişki olup olmadığı, ikinci amaç G20 ülkelerinin özel sektör tahvil piyasasının niteliksel karşılaştırmalı analizi ve üçüncü amaç G20 ülkelerinin özel sektör tahvil piyasasının ARDL ekonometri testleri ile niceliksel karşılaştırmalı analizinin yapılmasıdır. Dördüncü amaç dünyada Türkiye tahvil piyasasının konumunun tespit edilmesi ve beşinci amaç ise Türkiye tahvil piyasasının performans değerlendirmesi ve gelişimi için önerilerde bulunmasıdır. Diğer taraftan konu niteliksel bakımından incelendiğinde her ülkenin ekonomik yapısına özgü tahvil türlerine ve terminolojiye sahip olduğu; finansal okuryazarlık, hukuki düzenlemeler ve vergi düzenlemelerinin bulunduğu görülmektedir. G20 bünyesinde özel sektör tahvil piyasaları ülkelerin kendilerine özgü yapılarına göre farklı performans sergileyebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve ekonomisi sorunlu olan ülkelerde bu piyasaların ekonomiye katkı sağladığı görülmektedir. Türkiye’de ise yapısal sorunlarının halen devam ettiği görülmektedir. Türkiye’de özel sektör tahvil piyasası talep ve arz yönlü geliştirilebilir. Tahvil piyasasının esnek yapısı ve gelişimi ile ülke ekonomisi kırılmalardan çıkabilir ve finansal sistemi daha etkinleştirilebilir.

Bilim Kodu : 115308
Anahtar Kelimeler : Tahvil Piyasası, Özel Sektör Tahvilleri, Ekonomik Büyüme, G20
Sayfa Adedi : 271
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Ahmet AKSOY

COMPARATIVE ANALYSIS OF BOND MARKETS OF TURKEY AND G 20
COUNTRIES

(Ph. D. Thesis)

Asef YELGHİ

GAZİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

February 2020

ABSTRACT

In recent years, the development of the private sector bond market in developed and developing countries has accelerated. In Turkey, it is observed that the issuance of private debt securities had not been issued 1998-2005. As a result of the increase in public expenditures of the state, excessive borrowing from the domestic market and high interest rates compared to the private sector cause the private sector to be crowded out from the borrowing market. It is seen that the private sector bond market development started again after 2005. The G20 countries, which form the basis of the world economy, guide the economy and capital markets on a global scale. Turkey, as a developing country is among the key players to be included in this group. In this study, the first objective will be to determine whether there is a relationship between the private sector international bond market and economic growth, and the second objective will be a qualitative comparative analysis of the private sector bond market of G20 countries, and the third objective will be a quantitative comparative analysis of the private sector international bond market with ARDL econometrics tests. The fourth goal is to have the position of Turkish bond market in the world and fifth objective also will be proposed for the performance evaluation and the development of the bond market in Turkey. When analyzed in qualitatively, it is seen that each country has bond types and terminology specific to the economic structure; financial literacy, legal regulations and tax regulations. The development of the G20 private sector bond market can perform differently according to the countries' specific structures. It is seen that it contributes to the economy especially in developing countries and countries with economic problems. Turkey has demanded the development of private sector bond market and increased supply route. With the flexible structure and development of the bond market, the country's economy can recover from fragility and make the financial system can be come more effective.

Science Code : 115308

Key Words : Bond Market, Private Sector Bonds, Economic Growth, G20

Page Number : 271

Supervisor : Prof. Dr. Ahmet AKSOY

TEŞEKKÜR

Bu çalışmada G20 ülkelerin tahvil piyasalarının incelemesini ve karşılaştırmalı analizi istenilmiştir. Araştırmada Türkiye'nin özel sektör tahvil piyasasının dünyadaki konum tespiti ve gelişim için öneriler hedeflenmiştir. Çalışma sürecinde bilgi, tecrübe ve manevi desteklerinden esirgemeyen danışman hocam Sayın Prof. Dr. Ahmet AKSOY şükranlarımı sunarım. Bu yolda sabırla, ümidiyle ve şevkiyle motive eden saygılı ve sevgili anneme minnettarım.



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xix
KISALTMALAR	xxii
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM

TAHVİLİN KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. Tahvil Piyasaların Tarihsel Gelişimi	5
1.2. Genel Çerçeve Tahvil	11
1.3. Tahvil İhraç Nedenleri	14
1.4. Tahvil İhraççıları	17
1.5. Özel Sektör Tahvil Türleri	19
1.6. Uluslararası Piyasada Tahviller	22
1.6.1. Yabancı Tahviller	23
1.6.2. Euro Tahviller	25
1.6.3. Global Tahviller	29
1.7. Tahvil Değerini Etkileyen Faktörler	29
1.8. Tahvilde Risk	31
1.8.1. Sistemik Riskler	32
1.8.2. Sistemik Olamayan Riskler	33
1.9. Tahvillerin Analizi, Değerlendirmesi, Süresi ve Getirisi	35
1.9.1. Tahvil Analizi	35

	Sayfa
1.9.1.1. Temel analiz	35
1.9.1.2. Teknik analizi	36
1.9.2. Tahvilin Değerlendirmesi	37
1.9.3. Tahvillerin Süresi	38
1.10. Tahvil ve Kredi Derecelendirme	39
1.10.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	41
1.10.1.1. Standart \$ Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	42
1.10.1.2. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	43
1.10.1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu	44
1.10.1.4. Özel Sektör Tahvil Derecelendirmesi	44
1.11. Özel Sektör Tahvilinin İhracı	49
1.12. Türkiye'de Özel Sektör Tahvil Düzenlemeleri	55
1.12.1. SPK Özel Sektör Tahvil Düzenlemeleri	55
1.12.2. Diğer kurumların özel sektör tahvil düzenlemeleri	60
1.13. G20 Ülkelerinde Tahvil Düzenlemeleri	60
1.13.1. Hukuki Düzenlemeler	61
1.13.2. Vergi Uygulamaları	71

2. BÖLÜM

TÜRKİYE VE G20 ÜLKELERİNİN MAKRO EKONOMİ GÖRÜNÜMÜ VE TAHVİL PİYASASI ANALİZİ

2.1. G 20 Ülkeleri	79
2.2. Makro Ekonomi ve Tahvil Piyasaları Arasındaki Etkileşim	81
2.3. G 20 Ülkelerinin Makro Ekonomi Göstergeler ve Tahvil Piyasası	83
2.3.1. G7 Ülkeleri	83
2.3.1.1. ABD ekonomisi ve tahvil piyasası	83
2.3.1.1.1. ABD makro ekonomik göstergeler	83

	Sayfa
2.3.1.1.2. ABD tahvil piyasası	85
2.3.1.2. Birleşik Krallık ekonomisi ve tahvil piyasası	87
2.3.1.2.1. Birleşik Krallık Makro Ekonomik Göstergeler	88
2.3.1.2.2. Birleşik Krallık tahvil piyasası	88
2.3.1.3. Japonya makro ekonomik göstergesi ve tahvil piyasası	90
2.3.1.3.1. Japonya makro ekonomi göstergesi	90
2.3.1.3.2. Japon tahvil piyasası	91
2.3.1.4. Almanya ekonomisi ve tahvil piyasası	94
2.3.1.4.1. Almanya makro ekonomik göstergeler	94
2.3.1.4.2. Almanya tahvil piyasası	95
2.3.1.5. Fransa ekonomisi ve tahvil piyasası yeri	97
2.3.1.5.1. Fransa makro ekonomik göstergeler	97
2.3.1.5.2. Fransa tahvil piyasası	98
2.3.1.6. İtalya ekonomisi ve tahvil piyasası	99
2.3.1.6.1. İtalya makro ekonomik göstergeler	99
2.3.1.6.2. İtalya tahvil piyasası	100
2.3.1.7. Kanada ekonomisi ve tahvil piyasası	101
2.3.1.7.1. Kanada makro ekonomik göstergeler	101
2.3.1.7.2. Kanada tahvil piyasası	102
2.3.2. BRICS Ülkeleri	103
2.3.2.1. Brezilya ekonomisi ve tahvil piyasası	104
2.3.2.1.1. Brezilya makro ekonomik göstergeler	104
2.3.2.1.2. Brezilya tahvil piyasası	105
2.3.2.2. Rusya ekonomisi ve tahvil piyasası	107
2.3.2.2.1. Rusya makro ekonomik göstergeler	107
2.3.2.2.2. Rusya tahvil piyasası	108

	Sayfa
2.3.2.3. Hindistan makro ekonomik göstergeler ve tahvil piyasası	110
2.3.2.3.1. Hindistan makro ekonomik göstergeler	110
2.3.2.3.2. Hindistan tahvil piyasası	111
2.3.2.4. Çin ekonomisi ve tahvil piyasası	114
2.3.2.4.1. Çin makro ekonomik göstergeler	114
2.3.2.4.2. Çin tahvil piyasası	115
2.3.2.5. Güney Afrika ekonomisi ve tahvil piyasası	117
2.3.2.5.1. Güney Afrika makro ekonomik görünümü	117
2.3.2.5.2. Güney Afrika tahvil piyasası	118
2.3.3. MIKTA Ülkeleri	120
2.3.3.1. Meksika ekonomisi ve tahvil piyasası	120
2.3.3.1.1. Meksika makro ekonomik görünümü	120
2.3.3.1.2. Meksika tahvil piyasası	121
2.3.3.2. Endonezya ekonomisi ve tahvil piyasası	123
2.3.3.2.1. Endonezya makro ekonomik göstergeler	123
2.3.3.2.2. Endonezya tahvil piyasası	124
2.3.3.3. Güney Kore ekonomisi ve tahvil piyasası	126
2.3.3.3.1. Güney Kore makro ekonomik göstergeler	126
2.3.3.3.2. Güney Kore tahvil piyasası	127
2.3.3.4. Türkiye ekonomisi ve tahvil piyasası	129
2.3.3.4.1. Türkiye makro ekonomik göstergeler	129
2.3.3.4.2. Türkiye tahvil piyasası	132
2.3.3.5. Avustralya ekonomisi ve tahvil piyasası	134
2.3.3.5.1. Avustralya makro ekonomik göstergeler	134
2.3.3.5.2. Avustralya tahvil piyasası	135
2.3.4. Avrupa Birliği Ekonomisi ve Tahvil Piyasası	137

	Sayfa
2.3.4.1. Avrupa Birliği makro ekonomik göstergeler	137
2.3.4.2. Avrupa Birliği tahvil piyasası	138
2.3.5. Suudi Arabistan Ekonomisi ve Tahvil Piyasası	141
2.3.5.1. Suudi Arabistan makro ekonomik göstergeler	141
2.3.5.2. Suudi Arabistan tahvil piyasası	144
2.3.6. Arjantin Ekonomisi ve Tahvil Piyasası	145
2.3.6.1. Arjantin makro ekonomik göstergeler	145
2.3.6.2. Arjantin tahvil piyasası	146

3. BÖLÜM

TÜRKİYE VE G 20 ÜLKELERİNİN MAKRO EKONOMİK VE TAHVİL PİYASALARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

3.1. Niteliklerine Göre Karşılaştırmalı Analizi	149
3.1.1. Terminoloji Açısından Karşılaştırma	149
3.1.2. Finansal Okur Yazarlık Açısından Karşılaştırma	151
3.2. Niceliklerine Göre Karşılaştırmalı Analizi	153
3.2.1. Türkiye Tahvil Piyasasının Performans Değerlendirmesi	171
3.2.2. Literatür Çalışması	189
3.2.3. Ampirik Çalışma	194
3.2.3.1. G7 ülkeleri	197
3.2.3.2. BRİCS ülkeleri	210
3.2.3.3. MİKTA ülkeleri	219
3.2.3.4. Arjantin ve Suudi Arabistan Ülkeleri	228
3.2.4. G7 Ülkeleri Ampirik Bulgular	232
3.2.5. BRİCS Ülkeleri Ampirik Bulgular	233
3.2.6. MİKTA Ülkeleri Ampirik Bulgular	233
3.2.7. Suudi Arabistan ve Arjantin Ülkeleri Ampirik Bulgular	234

	Sayfa
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	237
KAYNAKLAR	243
ÖZGEÇMİŞ	271



ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 1.1. Firmalarının derecelendirme sisteminin işleyiş mekanizması	46
Çizelge 1.2. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından uzun dönem kredi notları.....	48
Çizelge 1.3. G 20 Ülkeleri 2018 kredi notu	49
Çizelge 2.1. ABD seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	84
Çizelge 2.2. ABD sermaye piyasası genel görünümü.....	86
Çizelge 2.3. ABD tahvil piyasası ihracı (milyar dolar)	87
Çizelge 2.4. İngiltere seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	88
Çizelge 2.5. İngiltere sermaye piyasası genel görünümü	89
Çizelge 2.6. Japonya seçilmiş makro ekonomik göstergesi.....	91
Çizelge 2.7. Japonya sermaye piyasası genel görünümü	92
Çizelge 2.8. Japonya tahvil piyasası görünümü	93
Çizelge 2.9. Almanya seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	94
Çizelge 2.10. Almanya sermaye piyasası görünümü	95
Çizelge 2.11. Almanya tahvil piyasası görünümü (milyon euro)	96
Çizelge 2.12. Fransa bazı makro ekonomik görünüm (milyon dolar)	97
Çizelge 2.13. Fransa sermaye piyasası genel görünümü	98
Çizelge 2.14. İtalya seçilmiş makro ekonomik göstergeler	99
Çizelge 2.15. İtalya sermaye piyasası görünümü (milyar dolar)	100
Çizelge 2.16. Kanada seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)	101
Çizelge 2.17. Kanada sermaye piyasası genel görünümü.....	102
Çizelge 2.18. Brezilya seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	105
Çizelge 2.19. Brezilya sermaye piyasası genel görünümü	106
Çizelge 2.20. Brezilya tahvil piyasası.....	107
Çizelge 2.21. Rusya seçilmiş makro ekonomik görünümü.....	108

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.22. Rusya sermaye piyasası görünümü (milyar dolar)	109
Çizelge 2.23. Rusya tahvil piyasası görünümü	110
Çizelge 2.24. Hindistan seçilmiş makro ekonomik göstergeleri.....	111
Çizelge 2.25. Hindistan sermaye piyasası genel görünümü	112
Çizelge 2.26. Hindistan tahvil piyasası (10.000.000 milyon rupiye).....	113
Çizelge 2.27. Çin seçilmiş makro ekonomik göstergeleri (milyon dolar)	114
Çizelge 2.28. Çin sermaye piyasası genel görünümü	115
Çizelge 2.29. Çin tahvil piyasası (100 milyon RMB).....	116
Çizelge 2.30. Güney Afrika seçilmiş makro ekonomik göstergeler (milyon dolar).....	118
Çizelge 2.31. Güney Afrika sermaye piyasası genel görünümü	119
Çizelge 2.32. Meksika seçilmiş makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)	121
Çizelge 2.33. Meksika sermaye piyasası genel görünümü	122
Çizelge 2.34. Endonezya seçilmiş makro ekonomik görünümü (milyon dolar).....	124
Çizelge 2.35. Endonezya sermaye piyasası genel görünümü	125
Çizelge 2.36. Endonezya tahvil piyasası (10.000.000 milyon rupiye)	126
Çizelge 2.37. Güney Kore seçilmiş makro ekonomik görünümü (milyon dolar).....	127
Çizelge 2.38. Güney Kore sermaye piyasası genel görünümü	128
Çizelge 2.39. Güney Kore tahvil piyasası (Mil. KRW).....	129
Çizelge 2.40. Türkiye seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	131
Çizelge 2.41. Türkiye sermaye piyasası görünümü	133
Çizelge 2.42. Avustralya seçilmiş makro ekonomik göstergeler.....	135
Çizelge 2.43. Avustralya sermaye piyasası genel görünümü	136
Çizelge 2.44. Avrupa Birliği seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)	137
Çizelge 2.45. Avrupa Birliği sermaye piyasası genel görünümü.....	139
Çizelge 2.46. Avrupa tahvil piyasası	141
Çizelge 2.47. Suudi Arabistan seçilmiş makro ekonomik göstergeler	142

Çizelge 2.48. Suudi Arabistan sermaye piyasası genel görünümü	143
Çizelge 2.49. Suudi Arabistan sukuk / tahvil piyasası (milyon Rls)	145
Çizelge 2.50. Arjantin seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler	146
Çizelge 2.51. Arjantin sermaye piyasası görünümü	147
Çizelge 2.52. Arjantin tahvil piyasası	148
Çizelge 3.1: G20 ülkelerinde tahvil piyasasında tahvil türleri.....	150
Çizelge 3.2. G7 özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar).....	157
Çizelge 3.3. G7 özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar).....	158
Çizelge 3.4. BRCS ülkeler özel sektör finansal kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar).....	158
Çizelge 3.5. BRCS ülkeler özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar)	159
Çizelge 3.6. BRİCS özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar).....	160
Çizelge 3.7. BRİCS özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)	160
Çizelge 3.8. MİKTA özel sektör finansal kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar).....	161
Çizelge 3.9. MİKTA özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku...	162
Çizelge 3.10. MİKTA özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)	162
Çizelge 3.11. MİKTA özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku.....	163
Çizelge 3.12. Suudi Arabistan ve Arjantin özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku	164
Çizelge 3.13. G20 toplam özel sektör, borç, kredi, borçlanma senetleri/ GSYH (%)	165
Çizelge 3.14. Özel sektör menkul kıymetler stok kompozisyonu (milyon TL).....	173
Çizelge 3.15. Devlet menkul kıymetler kompozisyonu (milyon TL)	174
Çizelge 3.16. Türkiye özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının birincil piyasası (milyar TL)	177

Çizelge	Sayfa
Çizelge 3.17. Türkiye özel sektör borçlanma aracı ihracı ikincil piyasası (milyar TL) .	177
Çizelge 3.18. Kamu sektörü borcu.....	188
Çizelge 3.19. ABD verileri için birim kök testi	198
Çizelge 3.20. ABD ARDL test sonuçları.....	198
Çizelge 3.21. ABD otokorelasyon LM testi.....	198
Çizelge 3.22. İngiltere verileri için birim kök testi	199
Çizelge 3.23. İngiltere ARDL test sonuçları.....	200
Çizelge 3.24. İngiltere otokorelasyon LM testi	200
Çizelge 3.25. Japonya verileri için birim kök testi	201
Çizelge 3.26. Japonya ARDL test sonuçları	202
Çizelge 3.27. Japonya otokorelasyon LM testi.....	202
Çizelge 3.28. Almanya verileri için birim kök testi.....	203
Çizelge 3.29. Almanya ARDL test sonuçları.....	204
Çizelge 3.30. Almanya otokorelasyon LM testi	204
Çizelge 3.31. Fransa verileri için birim kök testi.....	205
Çizelge 3.32. Fransa ARDL test sonuçları.....	205
Çizelge 3.33. Fransa otokorelasyon test sonuçları.....	206
Çizelge 3.34. İtalya verileri için birim kök testi	207
Çizelge 3.35. İtalya ARDL test sonuçları	207
Çizelge 3.36. İtalya otokorelasyon test sonuçları	208
Çizelge 3.37. Kanada verileri için birim kök testi	209
Çizelge 3.38. Kanada ARDL test sonuçları	209
Çizelge 3.39. Kanada otokorelasyon test sonuçları	209
Çizelge 3.40. Brezilya verileri için birim kök testi.....	210
Çizelge 3.41. Brezilya ARDL test sonuçları;(2002q1-2018q4).....	211
Çizelge 3.42. Brezilya otokorelasyon sonuçları	211

Çizelge	Sayfa
Çizelge 3.43. Rusya verileri için birim kök testi (2004-1Q-2018-4Q)	212
Çizelge 3.44. Rusya ARDL test sonuçları; (2004q1-2018q4)	213
Çizelge 3.45. Rusya otokorelasyon test sonuçları	213
Çizelge 3.46. Hindistan verileri için birim kök testi	214
Çizelge 3.47. Hindistan ARDL test sonuçları	214
Çizelge 3.48. Hindistan otokorelasyon test sonuçları	215
Çizelge 3.49. Çin verileri için birim kök test sonuçları	216
Çizelge 3.50. Çin ARDL test sonuçları	216
Çizelge 3.51. Çin otokorelasyon test sonuçları	217
Çizelge 3.52. Güney Afrika birim kök test sonuçları	218
Çizelge 3.53. Güney Afrika ARDL testi	218
Çizelge 3.54. Güney Afrika otokorelasyon LM test sonuçları	218
Çizelge 3.55. Meksika birim kök test sonuçları	219
Çizelge 3.56. Meksika ARDL test sonuçları; 2006Q-20184Q4	220
Çizelge 3.57. Meksika otokorelasyon LM Test sonuçları	220
Çizelge 3.58. Endonezya verileri için birim kök test sonuçları; (2000Q2-2018Q4)	221
Çizelge 3.59. Endonezya ARDL test sonuçları; (2000q2-2000q4)	222
Çizelge 3.60. Endonezya otokorelasyon test sonuçları	222
Çizelge 3.61. Güney Kore birim kök test sonuçları	223
Çizelge 3.62. Güney Kore ARDL test sonuçları; (2006q2-2018q4)	224
Çizelge 3.63. Güney Kore LM otokorelasyon test sonuçları	224
Çizelge 3.64. Avustralya birim kök test sonuçları	225
Çizelge 3.65. Avustralya ARDL test sonuçları	226
Çizelge 3.66. Türkiye verileri için birim kök testi	227
Çizelge 3.67. Türkiye ARDL test sonuçları	227
Çizelge 3.68. Türkiye otokorelasyon test sonuçları	227

Çizelge	Sayfa
Çizelge 3.69. Arjantin verileri için birim kök testi	228
Çizelge 3.70. Arjantin ARDL test sonuçları	229
Çizelge 3.71. Arjantin otokorelasyon test sonuçları	229
Çizelge 3.72. Suudi Arabistan birim kök test sonuçları	230
Çizelge 3.73. Suudi Arabistan ARDL test sonuçları	231
Çizelge 3.74. Suudi Arabistan otokorelasyon test sonuçları	231



ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1.1. Derecelendirme kuruluşların dağılımı (2015)	42
Şekil 3.1. 2000–2018 yıllar arası G7 ülkelerinin uluslararası piyasada finansal kuruluşlarının özel sektör tahvil koordinatı.....	166
Şekil 3.2. 2000-2018 yıllar arası BRİCS ülkelerinin ulusal piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı	167
Şekil 3.3. 2000-2018 yıllar arası BRİCS ülkelerinin uluslararası piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı	167
Şekil 3.4. 2000-2018 yıllar arası MİKTA ülkelerinin ulusal piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı	168
Şekil 3.5. 2000-2018 yıllar arası MİKTA ülkelerinin uluslararası piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı	168
Şekil 3.6. Gelişmiş ülkeler tahvil piyasası işlem hacmi (milyon dolar)	169
Şekil 3.7. Gelişmekte olan ülkeler tahvil piyasası işlem hacmi (milyon dolar)	169
Şekil 3.8. Kuruluşlar tarafından döviz cinsinden net uluslararası borçlanma senetleri ihracı (milyar dolar).....	170
Şekil 3.9. Brezilya, Çin ve Türkiye Banka Dışı Dolar Cinsinden Borç Dağılımı (milyon dolar)	170
Şekil 3.10. Türkiye 2000-2017 yıllar arası toplam menkul kıymetler stoku	173
Şekil 3.11. Devlet iç borçlanma senetleri yurt içi elinde tutanlar (milyon dolar).....	178
Şekil 3.12. Devlet iç borçlanma senetleri yurt dışında elinde tutanlar (milyon dolar) ...	178
Şekil 3.13. Eurobond yurt içi elinde tutanlar	179
Şekil 3.14. Euro tahviller yurt dışı elinde tutanlar	180
Şekil 3.15. Eurobond döviz kompozisyonu	180
Şekil 3.16. Yabancıların yurt içinde aldıkları menkul kıymet stoku (milyon dolar)	181
Şekil 3.17. Özel sektör yurtiçi ve yurt dışı elinde tutanlar (Bankalarca ihraç edilenler (milyon TL)	181
Şekil 3.18. Yurtiçi ve Yurt Dışı Elinde Tutanlar (Diğer Mali Sektörce İhraç Edilenler)(TL).....	182

Şekil	Sayfa
Şekil 3.19. Özel sektör yurtiçi ve yurt dışı elinde tutanlar (Mali olmayan sektörçe ihraç edilenler) (milyon TL)	183
Şekil 3.20: Şirketlerce yurt dışına ihraç edilen stok döviz kompozisyonu	184
Şekil 3.21. ABD Cusum grafiği	199
Şekil 3.22. ABD Cusum Q grafiği	199
Şekil 3.23. İngiltere CUSUM grafiği	200
Şekil 3.24. İngiltere CUSUM Q grafiği	201
Şekil 3.25. Japonya CUSUM grafiği	202
Şekil 3.26. Japonya CUSUM grafiği	203
Şekil 3.27. Almanya CUSUM Grafiği	204
Şekil 3.28: Almanya CUSUM grafiği.....	205
Şekil 3.29. Fransa CUSUM grafiği.....	206
Şekil 3.30. Fransa CUSUM Q grafiği.....	206
Şekil 3.31. İtalya CUSUM grafiği	208
Şekil 3.32. İtalya CUSUM Q grafiği	208
Şekil 3.33. Kanada CUSUM grafiği	210
Şekil 3.34. Kanada CUSUM Q grafiği	210
Şekil 3.35. Brezilya CUSUM grafiği	212
Şekil 3.36. Brezilya CUSUM Q grafiği	212
Şekil 3.37. Rusya CUSUM grafiği	213
Şekil 3.38. Rusya CUSUM Q grafiği.....	214
Şekil 3.39. Hindistan CUSUM grafiği	215
Şekil 3.40: Hindistan CUSUM Q grafiği.....	215
Şekil 3.41. Çin CUSUM grafiği.....	217
Şekil 3.42. Çin CUSUM Q grafiği.....	217
Şekil 3.43. Güney Afrika CUSUM grafiği	219
Şekil 3.44. Güney Afrika CUSUM Q grafiği	219

Şekil	Sayfa
Şekil 3.45. Meksika CUSUM grafiği.....	221
Şekil 3.46. Meksika CUSUM Q grafiği.....	221
Şekil 3.47. Endonezya CUSUM grafiği.....	223
Şekil 3.48. Endonezya CUSUM Q grafiği.....	223
Şekil 3.49. Güney Kore CUSUM grafiği.....	224
Şekil 3.50. Güney Kore CUSUM Q grafiği.....	225
Şekil 3.51. Avustralya CUSUM grafiği.....	226
Şekil 3.52. Avustralya CUSUM Q grafiği.....	226
Şekil 3.53. Türkiye CUSUM grafiği.....	228
Şekil 3.54. Türkiye CUSUM Q grafiği.....	228
Şekil 3.55. Arjantin CUSUM grafiği.....	230
Şekil 3.56. Arjantin CUSUM Q grafiği.....	230
Şekil 3.57. Suudi Arabistan CUSUM grafiği.....	231
Şekil 3.58. Suudi Arabistan CUSUM Q grafiği.....	232

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış bazı kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey Fuller
AIBD	Uluslararası Tahvil Bayileri Birliği
AILO	Uluslararası Yaşam Ofisleri Birliği
AMF	Finansal Piyasalar Kurumu (Fransa)
ARDL	Otoregressif Dağıtılmış Lag Bound Testi
ASIC	Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu
ASX	Avustralya Menkul Kıymetler Borsası
ATO	Avustralya Vergi Dairesi
BaFin	Federal Mali Denetleme Otoritesi (Almanya)
BAPEPAM	Sermaye Piyasası Denetleme Kurulu (Endonezya)
BBK	Bakanlar Kurulu Kararı
BESA	Güney Afrika Tahvil Borsası
BIS	Uluslararası Takas Bankası
BİST	Borsa İstanbul
BM	Birleşmiş Milletler
BMCG	Tahvil & Bono İletişim Grubu
BOAI	Güney Kore Denetim ve Teftiş Kurulu
BoM	Meksika Bankası
BOTS	Hazine Bonsou (İtalya)
BRİCS	Brazil, Russia, India, China, South Africa: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ülkeleri
BSE	Bombay Menkul Kıymetler Borsası (Hindistan)
BTAN	Standart Yıllık Oranlı Tahvil (Fransa)
BTF	Sabit Faizli Bonolar (Fransa)
BTPS	Çok Yıllı Hazine Tahvili (İtalya)
BVLP	Lizbon ve Porto Menkul Kıymetler Borsası

Kısaltmalar	Açıklamalar
CCTS / CCTEUS	Hazine Sertifikası (İtalya)
CEO	İcra Kurulu Başkanı
CEPR	Ekonomik Politika Araştırma Merkezi
Cetes	Federal Hazine Sertifikaları (Meksika)
CML	Sermaye Piyasası Mevzuatı (Suudi Arabistan)
CMN	Ulusal Para Kurulu (Brezilya)
CMU	Sermaye Piyasaları Birliği (Avrupa Birliği)
CNV	Ulusal Menkul Kıymetler Komisyonu (Arjantin)
COB	Borsa İşlemler Komisyonu (Fransa)
Consob	Şirketler ve Borsa Ulusal Komisyonu (İtalya)
CP	Ticari Kağıtlar; Bonolar
CRA	Kanada Gelir Ajansı
CRSC	Çin Demiryolu Sinyal ve İletişimi
CSA	Kanada Menkul Kıymetleri Yöneticileri
CSRC	Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu
CTZS	Sıfır Kupon Hazine Tahviller (İtalya)
CVM	Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
DFPD	Yerel Federal Kamu Borcu (Brezilya)
DGFIP	Maliye Genel Müdürlüğü (Fransa)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DJP	Vergiler Genel Müdürlüğü
DVK	Damga Vergi Kanunu
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
EFSE	Avrupa Finansal İstikrar Fonu
EFSM	Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması
EGB	Avrupa Devlet Tahvili
EMU	Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliği
ESMA	Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi
FATCA	Yabancı Hesap Vergi Uyum Yasası Stopajı (ABD)
FCA	Finansal Yetki Denetleme Kurumu (İngiltere)
FEEFB	Döviz Dengeleme Fonu Tahvilleri
FFMS	Federal Finansal Piyasaların Hizmeti (Rusya)

Kısaltmalar	Açıklamalar
FIAB	Iberoamerican Portföy Federasyonu (Brezilya)
FIEA	Finansal Araçlar ve Borsa Kanunu
FINRA	Finansal Endüstri Düzenleme Kurumu
FSA	Finansal Hizmetler Ajansı (Japonya)
FSB	Finansal Hizmetler Kurulu (Güney Afrika)
FSC	Güney Kore Finansal Hizmetler Komisyonu
FSE	Frankfort Menkul Kıymetler Borsası
FTSE	Financial Times Menkul Kıymetler Borsası
G20	19 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan ülkeler ile Avrupa Birliği oluşan ülkeler grubudur.
G7	Almanya, ABD, Birleşik Krallık, Fransa, İtalya, Japonya, Kanada ve Avrupa Birliği
GACA	Sivil Havacılık Genel Otoritesi (Suudi Arabistan)
GCC	Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi
GKO	Devletin Kısa Vadeli Taahhütleri (Rusya)
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasılası
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
ICMA	Uluslararası Sermaye Piyasası Birliği
IDX	Endonezya Menkul Kıymetler Borsası
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (Borsa İstanbul)
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonlar Örgütü
IPAB	Mevduat Sigorta Fonlarının İşletilmesi (Meksika)
IPMA	Uluslararası Tahvil Bayileri Birliği
IRS	İç Gelir Hizmeti (ABD)
ISMA	Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasası Birliği
ITA	Gelir Vergisi Kanunu
JSCC	Japonya Menkul Kıymetler Takas Kurumu
JSE	Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük veya Orta Büyüktteki İşletmeler

Kısaltmalar	Açıklamalar
KSDA	Kore Menkul Kıymet Satıcıları Birliği
KSE, KRX	Kore Menkul Kıymetler Borsası
KTB	Kore Hazine Bonosu
LİBOR	Londra'daki bankalararası teklif edilen (faiz) oranı
LIFFE	Londra Uluslararası Finansal Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
LSE	Londra Menkul Kıymetler Borsası
MAE	Elektronik Açık Piyasası (Arjantin)
MEF	Ekonomi ve Maliye Bakanlığı (İtalya)
MFRE	Rusya Federasyonu Maliye Bakanlığı
MICEX	Moskova Bankalar arası Döviz Alım Satımı
MİKTA	Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye ve Avustralya ülkelerinden oluşmaktadır.
MİKTA	Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye ve Avustralya Ülkeleri
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
MOEX	Moskova Menkul Kıymet Borsası
MOSF	Ekonomi ve Maliye Bakanlığı (Güney Kore)
MTN	Orta vadeli notlar (Tahviller)
NAUFOR	Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Katılımcıları Birliği (Rusya)
NDC	Ulusal Depozit Merkezi (Rusya)
NHB	Ulusal Konut Bonosu (Güney Kore)
NRSRO	Ulusal Olarak Tanınmış İstatistik Derecelendirme Organizasyonu
NSE	Ulusal Menkul Kıymetler Borsası (Hindistan)
NTA	Ulusal Vergi Dairesi (Japonya)
NTS	Ulusal Vergi Servisi (Güney Kore)
NYSE	New York Menkul Kıymetler Borsası
OAT	Hazine eşdeğeri tahvil (Fransa)
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OFZ	Federal Kredi Tahvili(Rusya)
OJK	Endonezya Finansal Hizmetler Otoritesi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
ORB	Emirlerin Listesi
OSE	Osaka Menkul Kıymetler Borsası

Kısaltmalar	Açıklamalar
OTC	Tezgah Üstü Piyasa
PFDG	Kamu Maliyesi Genel Müdürlüğü (Fransa)
PP	Phillips-Perron
PRC	Çin Halk Cumhuriyeti
PRC, ÇHC	Çin Halk Cumhuriyeti
PREVİC	Sosyal Güvenlik Tamamlayıcısının Ulusal Sorumluluğu (Brezilya)
RBI	Hindistan Rezerv Bankası
RETT	Emlak Devir Vergisi
RMB	Çin Yuanı; Renminbi
RTS	Rus Ticaret Sistemi
SAFEX	Güney Afrika Vadeli İşlem Borsası
SAMA	Suudi Arabistan Para Otoritesi
SARS	Güney Afrika Gelir Servisi
SAT	Devlet Vergilendirme İdaresi (Çin)
SBBS	Devlet tahvillerine dayalı menkul kıymetler
SEBI	Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu
SEC	Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (ABD)
SIDB	Suudi Arabistan Sınai Kalkınma Bankası
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SSE	Şanghay Menkul Kıymetler Borsası
SSE	Surabaya Stock Exchange (Endonezya)
SUSEP	Özel Sigorta Sorumluluğu (Brezilya)
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TIPS	Hazine Enflasyon Korumalı Menkul Kıymetler
TSE	Tokyo Menkul Kıymet Borsası
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasası Birliği
TSX	Toronto Menkul Kıymetler Borsası
TSXV	TSX Girişim Borsası (Kanada)
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
UDTS	Uluslararası Devlet Tahvil Stoku

Kısaltmalar	Açıklamalar
UKLA	İngiltere Listelenme Yetkisi
UÖST	Ulusal Özel Sektör Tahvili
UaÖST	Uluslararası Özel Sektör Tahvili
VAR	Vektör Otoregresyon
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
WB	Dünya Bankası
SGMK	Sabit Getiri Menkul Kıymetler



GİRİŞ

Günümüzde finansal gereksinimlerin birçoğu sermaye piyasasından da yararlanılarak giderilmektedir. Sermaye piyasasında fon fazlası olan ile fon ihtiyacı olan kesimler arasında finansal araçlar önemli rol oynamaktadır. Borçlanmak isteyen şirketlerin banka kredileri, tahvil ve diğer finansal araçlardan yararlanma imkanı bulunmaktadır.

Sanayi devrimi ve sömürgecilik dönemi birçok anonim şirketlerinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Türkiye piyasasında serbestleşme sürecinin başlaması ile yabancı şirketlerin tahvillerini satın alma imkânı sağlamıştır. 1970’lerde ise büyük yerli firmalar tahvil ihraç ederek finansal kaynak sağlamıştır.

Özel sektör finansal kaynak sağlamak için iki yola başvurmaktadır. Birincisi kuruluş sahiplerinin getirdikleri öz sermaye ve ikincisi ise kuruluşun borçlanmasıdır. Bu iki yol ile sermayesini oluşturabilmektedir. Şirketler geleneksel borçlanma yöntemi olarak banka kredilerinden yararlanırken, sermaye piyasasının gelişimi ile alternatif borçlanma imkanı da ortaya çıkmıştır. Buna göre özel sektör tahvil piyasasının öneminin arttığı görülmektedir.

Ülke ekonomisi ve finansal konjonktürüne göre vergi uygulamaları, faiz oranı, yasal düzenlemeler, tahvil türlerinin gelişimi gibi önemli faktörler tahvil piyasasının talep ve arz yönlü gelişimine katkı sağlayabilir. Ayrıca takas sistemi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tesis edilmesi, denetim ve düzeltme işlevinin özel sektörde bulunması tahvil piyasasının gelişiminde önemli rol oynamaktadır. Tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomi arasında birçok çalışmada olumlu etkili olduğu görülmektedir.

Ülkeler arası fon arz edenler ve fon talep edenler piyasası farklılık göstermektedir. Esas mesele ise ülke ekonomisi ve finans yapısına göre tahvil piyasasının gelişimi ve bu gelişimin ekonomi ve finans üzerine katkı sağlamasıdır.

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde özel sektör tahvil piyasasındaki gelişmeler hız kazanmıştır. Özel sektör tahvil piyasasının esneklik yapısı ve düşük maliyet gibi önemli çekici faktörlerinin bulunması kredi piyasasına göre bazı üstünlükler sağlamaktadır ve finansal sistemin daha da etkinleştirebilmektedir. Diğer taraftan tahvil

piyasasının esnek yapısı ile ülkenin karşılaşılabileceği ani krizlerde ve kırılgan dönemler piyasayı daha ılımlı bir hale dönüştürebilir.

Kamu tarafından ihraç edilen tahvillerin kullanım amacı bütçe açığı, alt yapı yatırımlar, ani ekonomik kriz ve savaş için finans sağlarken, özel sektör ise düşük maliyetli ve yüksek getiri sağlayabilecek dengeli sermaye yapılarını tasarlamaktadır. Ancak vade bakımından hazine bonoları 1 yıldan daha kısa vadeli, devlet tahvilleri ise 1 yıldan daha uzun vadeli 30 yıl ve bazen 50 yıla kadar ihraç edildiği gibi özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç vadeleri ile benzeşmektedir.

Türkiye’de ise 1998-2005 yılları arasında özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç edilmediği görülmektedir. Kamunun harcamalarının yükselmesi sonucunda iç piyasadan aşırı borçlanması, vergi oranının özel sektöre göre düşük olması ve faiz oranlarının yüksek olması özel sektörün piyasadan dışlanmasına neden olmuştur. 2005 yılı sonrası özel sektör tahvil piyasasının gelişmeye başladığı görülmektedir.

Türkiye’de sermaye piyasasının öz sermayeye dayalı bir piyasa olduğu görülmektedir. Diğer bir ifade ile şirketler daha çok hisse senedi yoluyla sermaye piyasasından yararlandığı görülmektedir. Buna göre sermaye piyasasında borçlanma piyasası gelişimi için uzun bir yol görülmektedir. Özel sektör alternatif finansal kaynaklarının gelişimi ile sermaye yapılarını daha etkin hale getirebilmektedir.

Ülke ekonomilerinin serbestleşmesi ile birlikte özel sektör ulusal ve uluslararası piyasadan finansal kaynak sağlamaya başlamıştır. Ulusal sınırları içinde birçok nedenle özel sektörü uluslararası piyasaya itmektedir. Ulusal piyasadan her zaman borç sağlanması sağlıklı olmayabilir. Ülke borçlanırken faiz yükü yanında yüksek miktarda borçlanmanın maliyetli olması uluslararası piyasadan fon sağlanmasına neden olmaktadır. Ulusal piyasaya göre daha istikrarlı bir ekonomiye ve likidite fazlası olan ülkelerde, o ülkelerinin para birimi cinsinden tahvil ihraç etmesi daha avantajlı görünmektedir. Ulusal ve uluslararası tahvil piyasalarındaki borçlanmaların farklı özelliklere sahip olduğu görünmektedir. Birçok firma her iki piyasada hem ulusal hem de uluslararası farklı özellikte borçlanma senetleri ihraç etmişlerdir. Ulusal ve uluslararası tahvil piyasaları farklı finansal hizmetler sunmaktadır ve birbirlerini ikame etmeyen nispi tamamlayıcıdır (Gozzi ve diğerleri; 2012).

1999 yılında dünyanın önemli ülke ekonomilerinin G20 grubu olarak, küresel çapta ürün ve hizmetlerinin %85 parasal değere ve %75 dünya ticaretine sahiptir. Ayrıca dünya nüfusunun üçte ikisi bu ülkelerden oluşmaktadır. G20 ülkeleri küresel ekonomik kararlarıyla uluslararası ekonomi işbirliğini amaçlamaktadır. Bu ülkeler dünya ekonomisinde ve finans faaliyetlerinde önemli paya sahiptir. Dünya ekonomisinin temelini oluşturan G20 ülkeleri, küresel çapta ekonomi ve sermaye piyasasına yön verici niteliktedir. Türkiye ise gelişmekte olan bir ülke olarak bu grupta yer alan önemli oyuncular arasındadır.

Tarihsel süreçte finansal sistemin sağladığı avantajların ile ülke gelişimine katkı sağladığını göstermektedir. Özellikle günümüz finansal sisteminde, özel sektör tahvil piyasasının gelişiminin hızlanması, ekonomik büyümeye önemli katkı sağlamaktadır.

Finansal gelişim ile ekonomi arasındaki ilişkilerin birçok çalışmada ağırlıklı olarak bankacılık ve hisse senedi piyasası açısından incelendiği görülmektedir. Finansal sistemin üçüncü bir fonksiyonu olarak özel sektör tahvil piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerinde oldukça az çalışma bulunmaktadır. Diğer taraftan kamu tarafından ihraç edilen tahviller popüler hale gelirken özelleştirme ile son yıllarda özel sektör tahvil piyasasının öneminin de arttığı görülmektedir.

Tahvil piyasasının gelişimi ile hisse senedine dayalı bir piyasa olan Türkiye sermaye piyasasının daha derin ve daha etkin hale dönüşebileceği çalışmada öne sürülen ana unsurdur. Son dönemde ekonomik ve finansal açıdan ülkenin kırılgan hale dönüşmesi tahvil piyasasının gelişimine yönelik öneriler gerektirmektedir ve bu durum çalışmanın bir diğer amacını ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca tahvil piyasası ile hisse senedi piyasasının piyasa değeri ile yakın olmasına rağmen ulusal ve uluslararası tahvil piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki hakkında oldukça az çalışma bulunmakta olup, bu durum çalışmanın gereklilik ve yerindelik açısından önemi ortaya koymaktadır.

Bu çalışmada birinci amaç özel sektör tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında ilişki olup olmadığı, ikinci amaç G20 ülkelerinin özel sektör tahvil piyasasının niteliksel karşılaştırmalı analizi ve üçüncü amaç G20 ülkelerinin özel sektör uluslararası tahvil piyasasının ARDL ekonometri testleri ile niceliksel karşılaştırmalı analizinin yapılmasıdır. Dördüncü amaç ise dünyada Türkiye tahvil piyasasının konumunu

tespit edilmesi ve beşinci amaç ise Türkiye tahvil piyasasının performans değerlendirmesi ve gelişimi için önerilerde bulunmasıdır.

Bu erevede Birinci bölümde Tahvil piyasasının tarihsel gelişimi, tahvil kapsamı ve hukuki düzenlemeleri açıklanacaktır. İkinci bölümde Türkiye ve G20 ülkelerin makroekonomik ve tahvil piyasalarının genel görünümü değerlendirilecektir. nc bölümde ise Türkiye tahvil piyasasının performans değerlendirmesinin yanı sıra, Türkiye ve G20 lkelerinin tahvil piyasaları niceliksel ve niteliksel olarak karşılaştırmalı analizi yapılmaktadır.



1. BÖLÜM

TAHVİLİN KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ

Bu bölümde tahvil kavramları ve kurumsal çerçevesi incelenecektir. Çalışmada tahvil piyasalarının tarihsel gelişimi, tahvil kavramı, tahvil ihraç nedenleri, tahvil ihraççıları, özel sektör tahvil türleri, uluslararası piyasada özel sektör tahvil türleri, tahvilde analiz, değerlendirme, süre ve getiri, tahvil ve kredi derecelendirme, özel sektör tahvillerin ulusal ve uluslararası ihracı, Türkiye’de özel sektör tahvil düzenlemeleri ve G20 ülkelerinde tahvil düzenlemeleri ele alınacaktır

1.1. Tahvil Piyasaların Tarihsel Gelişimi

Finansal piyasalarda sermaye piyasası araçlarının temel işlevi fon arz eden ile fon talep edenler arasında fon akışını sağlamaktır. Fon fazlası olanlar gelecekteki getiri sağlama amacıyla fonlarını belli bir zaman birimine kadar fon talep edenlere verirken, fon talepte bulunan birimler ise finansal gereksinimlerini belli bir maliyet ödeme karşılığında aktarmaktadır.

Finansal araçların ilk defa ihraççı tarafından sermaye piyasasına sunulması birincil piyasa işlemi olarak nitelendirilir. Bu piyasada finansal araçlar halka açık satılabileceği gibi kapalı ve dar bir biçimde de satılabilir. Birincil piyasada işlem gören sermaye piyasası araçları ikincil piyasanın temelini oluşturmaktadır. Finansman sağlamak amacıyla ihraç edilen en önemli sermaye piyasası araçları, borçlanma senetleri ve hisse senetleridir. Konuya tarihsel olarak baktığımızda ise en önde gelen sermaye piyasası araçları poliçe ve tahvillerdir. Söz konusu olan finansal araçlar ilk defa Ortaçağ İtalya’sında ortaya çıkmış olup ve günümüzde halen finansal kaynak sağlama kolaylığı sunmaktadır. Alıcıdan satıcıya verilen 90 günlük borç senetleri ihraççı tarafından dönemin bankerlerinde kırdırma yaparak alıcıya ilerdeki belirli bir tarihte ödeme yapma, satıcıya ise parasını zamanında ödeme olanağı vermiştir. Dolayısıyla söz konu olanağın bulunması, uluslararası ticaretin gelişimini sağlamış ve kimilerine göre 12.yüzyılı “Ticari Devrim Asrı” olarak nitelendirilmiştir (Tanör, 1999; 3–5).

Hükümetlerin borçlanma nedenleri genellikle savaş döneminde veya ani finansal kaynak gereksiniminden kaynaklanır. Ayrıca ülkede reform yapmak amacıyla veya büyük bayındırlık eserleri meydana koyma isteği, hükümetlerinin borçlanmasının nedenleri arasındadır. Hükümetlerin yüksek miktarda borçlanmaları gibi tek bir banka veya birçok banka ile işlem yapma olanağı yoktur. Bu nedenle hükümetler halktan fon sağlama gereksinimi duymuştur. Borç tutarı ülkeden sağlanabilecek ise ulusal bankalar vasıtasıyla tahvil ihraç edilir. Borç tutarı gerekli seviyede ülkeden sağlanamaz ise yurtdışında yabancı bankalar vasıtasıyla tahvil ihracıyla finansal kaynak sağlamaktadır (İstanbul Menkul Kıymet Borsası, 1982;72). Halktan küçük fonları toplayıp bir havuz oluşturulması bu fonları büyük miktarda büyük projelere kanaliz edilmesi, ulusal ve uluslararası finansal piyasaların etkinliğinin artmasına sebep olabilir.

Police ve Tahviller iki boyuttan finansal piyasalarının gelişimini sağlamıştır. Birincisi alıcı ve satıcıyı farklı ülkelerde bulunması, police ve tahvilin iskonto edilmesi için muhabir bankalara ihtiyaç duyması ve bunun doğrultusunda cari hesaplar açılmasına neden olmuştur. Bu yönün gelişimi, kâğıtlar ve paraların takaslamasında eskiye göre daha büyük oranla yararlanılmaya başlanmıştır. İkincisi ise yeni bir finansal borçlanma modeli olarak alım ve satım yapılabilir özelliği taşıması ve alacak ilişkisinden arındırılmış olmasıdır. Söz konu finansal araçlar tarih sahasında menkul kıymet öncüsü olarak nitelendirilmektedir. Amerika ve Avrupa tahvilinin ve hisse senetlerinin ihracı ile demir yolları, limanlar gibi büyük altyapılara yatırımlarının başlaması yaygın hale gelmiştir. Kamu kuruluşlarının büyük miktarda tahvil ihraçlarının yanında bankalar ve sigorta şirketleri kanal yol yapımları ve hisse senetleri ihracıyla birincil ve ikincil piyasaların gelişimine katkı sağlamıştır (Tanör, 1999; 5.6).

Sanayi devrimi ve sömürgecilik dönemi birçok anonim şirketin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Türkiye bu şirketlerin hisse senetlerine ve tahvillerine ilgi göstermiştir. Tedavülde, kambiyo kontrolünde, bulunan paraların kapitülasyonun getirdiği serbestlik ile dışarıya çıkışı, yabancı şirketlerin tahvil ve hisse senetlerini satın alma imkânı sağlamıştır. Daha sonra Tanzimat hareketinin etkisiyle Türker'de tahvil ve hisse senetlerine ilgi göstermiştir. Kısa zamanda ikincil piyasada, Galata bankerleri vasıtasıyla işlem görmeye başlamıştır. Kırım savaşında birçok nedenle istikraza uğrayan Türkiye, yabancı şirketlerin faaliyette bulunan şimendifer, elektrik, gaz ve tramvay hisse senedi ve tahvillerine yatırım yapıyordu. Meşrutiyetten sonrası yerli firmalarda tahvil ve hisse senetleri ihraç etmeye

başladı. İlk 1864’de olarak Galata bankerleri bir dernek kurmuştu daha sonra bu dernek 1866’de hükümet tarafından ilk borsa olarak İstanbul’da kuruldu. Söz konusu olan borsada ulusal ve uluslararası tahvil ve hisse senetleri telgraf vasıtasıyla işlem görüyordu (Karşı, 1989; 31).

Bankerlerin bazıları devlete kısa vadeli nakit sağlama açısından ihtisaslaştılar ve zamanla vergi sisteminde yer aldılar ve devlet bankerleri unvanını almışlardı. Bu bankerler Avrupa bankerlerinden ve bankalarından düşük faizle borç alarak ülkede finansal kaynak sağlama fonksiyonuna sahiptiler. Bu işten oldukça iyi kazançlar elde ettiler. Ancak yüksek seviyede gelire sahip olanlar ve batı cazibesine kapılanların zamanla sosyal hayat tarzları değişti ve lüks mallar tüketmeye başladılar. Bu nedenle Osmanlı toplumu ve devletinin finansal gereksinimi artmıştı. Bunun yanında savaşların getirdiği büyük harcamalar gelir ve gider dengesini aşırı bozmuş olup bütçe açıkları hızlı bir şekilde yükselmişti. Devlet Galata bankerlerinden alınan avansların ödemelerinde güçlük çekiyordu. Ayrıca Harbiye ve Bahriye diğer devlet dairelerinin silah ve malzeme almak için tüccarlara vade zamanında ödeme yapılmadığı için ve faizli borç senetleri ihraç etmesi için kamu borçlarını daha zor duruma itmiştir. Bu köklü soruna çare bulmak için, o dönemde ilk akla gelen çare Galata bankerleriydi. . Bankerler batı ülkeleri ile ilişkide olup borçlar alıyordu. Ancak kırım savaşında ilk defa devlet tarafından Fransa ve İngiltere dostluğu ile direk borçlanmıştı (Fertekliğil, 200; 11-12). Osmanlı döneminde finansal ihtiyaçların batı ülkelerinden sağlanması, imparatorluğu finansal açısından bağımlı bir hale dönüştürmüştür.

Osmanlı İmparatorluğu’nda devlet ve halkın ihtiyaçları, yerli ürünler ile karşılanıyordu. Ancak 19. yüzyılının ortalarında Avrupa ülkelerinden borçlanılması ile ilgili gelişmeler hükümetin iç borçlanmaya başvurmalarını başlatmıştır. Önceleri vergi tahsilatı zamana bağlı iken gelir gider dengesinin bozulma nedenlerinin giderilmesi için Maliye bakanlığı tarafından Galata bankerlerinden kısa dönemli borçlar alınıyordu. Ayrıca bu dönemde borçlanmak için bir diğer alternatif yol bulunuyordu. Bu da Sikkelerdeki değerli maden oranının düşürülmesiydi. Fakat hükümetin bunu çok yapması sonucunda enflasyonun yükselmesi ile ayaklanmalar başlamış ve bu yoldan vazgeçilmiştir (Fertekliğil, 2000; 11-12).

1854’de borçlanma anlaşmalarında Osmanlı topraklarında yaşayan Müslüman ve Müslüman olmayanlar arasındaki ayırımı kaldırmak amacıyla yabancılara ve azınlıklara

yeni haklar tanınmıştır. Bu doğrultuda Osmanlı tahvillerinin Avrupa’da Paris, Londra, Frankfurt ve Viyana borsalarına ihracı ile Osmanlı devletinin dışa açılması bir fırsat olarak değerlendirildi. Kırım Savaşında İngiltere ve Fransa’dan çok sayıda ast subay ve diplomatlarının uzun süre İstanbul’da ikamet etmeleri sebebi ile Avrupa’dan çok sayıda turist gelmesi Galata borsasında bir canlılık yaratmıştı. Emtia fiyatlarının yükselmesi ile tüccarlar büyük kazançlar elde etmiştir. Bu borçlanma ile İstanbul’un sosyal, ticari hayatı ve borsa üzerine bazı özel etkileri de olmuştur. Ancak Osmanlı devletinin bu istikrazdan sonra borçlanma alışkanlığı ve batının denetim politikasındaki kolaylık doğrultusunda, eski borçların taksitlendirildi ve devlet Maliye bakanlığı hariç, bankerler, bankalar, spekülâtörler ve büyük tasarruf sahipleri de yararlanabiliyordu. İstikrazlar ile Osmanlı İmparatorluğu’nun borçları çok yüksek rakamlara ulaşmış olup malı sıkışıklığı artıyordu. Vergi ve gelir kaynakları teminat olarak istikrazlar için kullanılması teker teker alacaklıların emrine geçiyordu (Fertekliğil, 2000; 15). Bu durum ise Osmanlı İmparatorluğun ekonomi ve finans sisteminin eskiye nazaran daha da zayıflamasına neden olmuştur.

Sultan Abdülmecit döneminde gerçekleşen kırım savaşında, hükümet ilk defa borçlanmıştır. Londra bankalarından ‘Palmer Bankası’ndan İngiltere ve Fransa’nın belli bir borçlanma koşullarıyla beş milyon İngiliz sterlini borçlanmasında sadece üç milyon İngiliz sterlini ile yetinmiştir. Ancak giderleri dikkate aldığımızda 2,5 milyon İngiliz sterlini hükümetin eline geçmiştir. 1855’de ise borçlanma tutarı savaşı karşılamak için yeterli olmamı ve toplam 5 milyon daha borçlanılmıştır. 1860’da kaimeден başka, bakanlıklarda birçok borçlanma yoluna başvurmuştur. Bu tip borçların bir kısmını kısa dönemli Galata bankerlerinden alınmış bir kısmı ise uzun dönemli olup yeni konsolide denilen yeni tahviller, has hazine tahvilleri, çeşitli vadeli tahviller, hazine tahvilleri ve esham mümtaze denilen değıştirebilir tahviller yoluyla alınmıştır. Ayrıca düzenli borçlar olmayan ‘Deitte flottante’ eklenebilir. Abdülaziz döneminde Mires borçlanmalarının iyi sonuçlar vermemesi, Galata bankerlerinin fazla para göndermeleri, hükümeti yeniden Kaime ihraç yoluna itmiştir. Kaime’nin piyasadan çekilmesinden sonra hükümet para yönetiminde yine de endişelenmiştir. Altılık ve Beşlik kıymetinden daha düşük fiyatlandırılmış olup piyasada çok miktarda bulunması, piyasanın mekanizmasının aksatılmasına ve bir yandan ise vergi ve tahsilatta sorun yaratmıştı. Bu sorunun giderilmesi için ve Galata bankerlerinin alacaklarının ödenmesi için, Osmanlı Bankasının kurucuları bankanın ruhsatını alırken borçlanma yoluna gitmiştir (İMKB, 1990;73-79). Osmanlı döneminde bu borçlanmalarla köklenmiş olan sorun

geçici olarak giderilmiş olsa da geleceği büyük kaygılarla endişelendirdi. Batı ülkelerinden borçlanılmasının alışkanlık kazanması, hükûmetin finans gücünü zayıflığa sürükledi.

1870’de Osmanlı Dersaadet Tahvilat Borsası’nda ilk olarak özel sektör borçlanma senetleri işlem görmeye başlamıştır. Tiyatro ve sinema, kasaplar ve peynircilerin tahvil ihraç etmişlerdir (Tanör, 1999;26).

Cumhuriyet döneminde Genç Cumhuriyetin Osmanlı’dan aldığı ekonomi ve borç yıkıntılarının düzeltilmesi için zor bir süreç izlemiştir. Bir yandan borsadaki kısıtlamalar diğer yandan ise 1985’de Maliye bakanlığının döviz işlemlerini Merkez Bankasına devir ettiğinde kambiyo işlevini borsada kaybetmesi, eskiye göre bu piyasada yabancı finansal araçlarının cazip hale gelmemesi, yerli sanayi yatırımcılarına destek olmaması, devlet politikalarının dışa kapalı yaklaşımları ve serbestçe işlem görmesine engel oluşmuştur. Bu dönemde bir yavaşlama duruma girilmiştir. Ancak 1960 yılında piyasaya yönelik ihtilalden sonra yeni düzenlemelerinin hız kazanması, yeni finansal araçlarının ihraç edilmesi, holdinglerin doğuşu, bazı halka dönük yatırım girişimlerinin bulunması ve banka ile ilgili işlemlerinin yapılması sonucunda piyasa canlanmış olsa da kronik sorunlar halada sürdürmekteydi (Tanör, 1999; 28).

Cumhuriyet dönemi ekonominin kalkınması için toplanan vergiler yeterli bulunmayıp Hürriyet İstikrazı Tahviller olarak adlandırılan devlet borçlanma senetleri ihraç ederek kamu kuruluşlarının planlanan kalkınma modelinin gelişimi için başvurmuştur. Büyük kitle bu senetlerin satılmasına olanak sağlamıştır. Ancak bu tahvillerin getirisi piyasa getirisinden daha düşük bir getiri sağladığı için talep yönü azalmış olup yatırımcılar satış yoluna gitmiştir. Dolayısıyla devlet tarafından resmi olmayan arz ve talep ilişkisini oluşturan ikinci piyasanın ortaya çıkmasına neden olmuştur (Tanör, 1999; 29).

İkinci dünya savaş sonrası ülkeler arası fon transferi önemli hale gelmiştir. Savaş sonrası kalkınma yardımları, ihtiyacı olan ülkelerin fon talebinde bulunurken savaşa galip gelen ve dış fazlası olan ABD bir fon arz eden ülke olarak, Dünya’da bir borç verme merkezi haline dönüşmüştür. Daha sonrasında doların değerinin düşmesi ve ABD’nin dış ticaret açığı ile karşı karşıya gelmesi buna karşın Avrupa ülkeleri ödeme bilançolarının fazla vermesi Euro – Tahvil adlı tahviller doğal olarak yeni bir piyasa oluşmasına zemin hazırlamıştır. İngiltere önde gelen gelişmiş ülke olarak deneyim üstünlüğü oynamıştır. Ayrıca Singapur ve

Hollanda Antilleri gibi vergi avantajı sağlayan ülkeler olarak uluslararası şirketlerin yoğunlaşmıştır. Özellikle Hollanda piyasası ön plana çıkmıştır. 1950'den beri kısa vadeli kredi elverişli olan Avrupa, Dünyada yeni bir uluslararası piyasa doğmuştur. ABD piyasasının ekonomik yardımı, askeri giderleri ve ödeme dengelerinin bozulması ve ABD dışında doların artması ile dolara sahip olanlar artık Avrupa piyasasını cazip ve alternatif bir yatırım alanı haline gelmiştir. Ayrıca doğu ülkelerini siyasi açıdan daha elverişli buldukları için bu piyasaya ilgi göstermeye başlamıştı (Yüksel ve Rodoplu, 1980; 21).

Böylece önce tahvil piyasalarının ulusal piyasada gelişmesi gerçekleşmiş daha sonra küreselleşme ve uluslararası ticaretin yayılmasıyla uluslararası tahvil piyasaları oluşmuştur. Uluslararası tahvil piyasası ulusal tahvil piyasasına göre rekabet derecesi yüksek olması, borç isteyenler için düşük maliyetli, daha geniş alanda yüksek miktarda fon sağlarken borç verenler içinde rekabet ortamda daha yüksek primli, daha sağlıklı firmalara borç verme imkânı sağlar.

Cumhuriyet döneminde ilk ihraç tahviller planlı kalkınma kapsamında hürriyet istikrazı tahviller ile küçük tasarruf sahiplerin yatırımlarına da imkan vermiştir. Ancak kurumsal ve bireysel yatırımcıların elde ettikleri getiriler piyasa getirisinden daha düşük olduğu farkına varınca piyasada bu tahvilleri satmak istemişlerdir. Bu durumdan faydalı olmak isteyenler alıcı olarak ikinci piyasada satıcılardan almışlardır. İkinci ihraç tahviller Tasarruf bonolarıdır. Gelir ve kurumsal vergi yükümlülükler, emlak vergisi, veraset ve intikal vergisi ödemlerinde mükellef olanlar ve Mali Piyango ve Spor Toto'dan gelir elde edenler dahil tasarruf bonoları, Maliye Bakanlığın tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde tasarruf bonoları edinmeleri zorunlu tutmuştur. Paraya çevirmek için ikinci piyasanın oluşumuna neden olmuştur. Her iki tahvil türü ihracı ikinci piyasaların işlem gerçekleşmesi için hukuki düzenlemeleri bulunmadığı görülmektedir. Ayrıca her iki ihraçta da bir dayatma olduğu düşünülmektedir (Tanör, 1999;26).

Bu skandal özel sektör tahvil riskini artmıştır. Sermaye piyasasının hukuk eksikliklerden dolayı özel sektör tahvil yatırımların güvenliliği azaldığı görülmüştür. 1970'lerde enflasyon yüksek olduğu dönemde yabancı yatırımcılar için reel getirisi azalması sonucu özel sektör öz sermaye maliyetini yükseltmiştir. Buda özel sektörün tahvil ihraç etme nedenin arasına girmiştir.

1.2. Genel Çerçeve ve Tahvil

Alacak hakkı sağlayan kıymetli evrak olarak bilinen sabit getiri menkul kıymetler belirli dönemde belirli bir getiri garanti eder. Seri halinde, ibareleri aynı ve misli nitelikte olan bu tahviller kamu sektörü tarafından ihraç edildiği gibi özel sektör doğrudan da ihraç etmektedir. Yatırımcı açısından sabit getiri menkul kıymetler olarak nitelendirilirken ihraççı açısından borçlanma senetleri olarak bilinmektedir. Türkiye’de özel sektör borçlanma senetleri arasında; tahvil, finansman bonosu, banka bonosu, varlığa dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve kira sertifikaları yer alır. Bu finansal araçlar, şirketler, bankalar, finansal kuruluşlar, finansal kiralama şirketleri, genel finans ortaklıkları, gayri menkul yatırım ortaklıkları ve finansman şirketleri tarafından ihraç edilebilmektedir.

Tahvil

Gelişmiş ülkelerin uzun dönemli finansal kaynak sağlamak için başlıca başvurdukları yollardan biri tahvil ihracıdır. Finansal sistemin gelişmiş düzeyde olması söz konusu ülkelerin uzun dönemli niteliğinde olan tahvil türlerinden yararlanmaktadır. Türkiye’de ise 1970’lerde büyük firmalar tahvil ihraç ederek finansal kaynak sağlamıştır. ¹(Akgüç,1998;648).

Tahviller devlet hazinesinin anonim ortaklık şirketleri tarafından finansal ihtiyaçlarını temin etmek için SPK’dan izin aldıktan sonra halka arz edilir. Tahvillerin birincil piyasası bulunurken ikincil piyasası da bulunmaktadır. Birincil piyasa tahvili ilk defa ihraç edilen piyasadır. İkincil piyasa ise tahvillerinin ikinci kez alım satım işlemi gören piyasasıdır. Tahvillerin vadeleri bir yıldan daha uzundur. Ayrıca tahvil tanımı SPK tarafından da tanımlanmaktadır. SPK’nın VII-128.8 numaralı tebliğ hükümlerine göre tahviller borçlu sıfatıyla ihraç edilen, nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler şeklinde geri ödeme taahhüdünü içeren vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma araçları olarak tanımlanmaktadır (SPK, 2017; 2).

Tahviller, şirketler için bir yabancı sermaye niteliğindedir. Tahvil sahipleri, şirketler için uzun dönemli alacaklar kategorisindedir. Tahvil sahipleri şirketlerinin aktifleri üzerinden başka herhangi bir hakka sahip değiller. Tahvil sahipleri şirketin yönetimine katılma hakkı

¹ Bir yıldan daha uzun olan sürece orta ve uzun dönem niteliğine olabilir. Ancak orta dönem daha kısa bir dönem olduğu gibi politika ve ekonomistlere göre objektif bir unsurdur.

yoktur buna karşın ise şirket kâr öderken tahvillere öncelik verir. Tahvil sahipleri tüm alacak haklarını aldıktan sonra şirkette herhangi bir hak aramaz. Tahvil sahipleri şirket ile arasındaki hukuk ilişkisi vade tarihi sona erdikten sonra kesilir. Bu tür tahviller şirketin kar ve zarar riskine dâhil olmaz. Vade tarihi sonu gelince kar ve zarara bakmaksızın belli miktardaki anapara ve faiz ödemeleri yapılır. Şirket ödeyemeyecek bir duruma düşerse bu tip tahvillerin yatırımcılarına risk oluşturur. Tahviller bir borç senedi kapsamında nitelendirildiği için anapara ve faizlerinin ödenmediği durumlarda yargıya başvurabilir. Şirketin iflas ettiği durumda veya tasfiyeye başvurduğunda borç ödemede hisse sahiplerinden öncelik arz etmektedir (Şakar, 1997; 114). Tahvilin ana parası ya da nominal değeri ödendiğinde borç ilişkisi sona erer. Batı ülkelerinde şirket tahvilleri genelde 5 yıldan kısa olmamakta kamu kuruluşlarında ise 20–30 yıllık tahvil ihraç etmektedir (Tecer, 1989; 2).

Finansman bonolar

SPK VII - 128.8 borçlanma araçları tebliğine göre borçlu sıfatıyla satılan finansman bonolar nominal değeri vade sonunda yada taksitler halinde geri ödeme taahhüt etmektedir. 1 seneden daha kısa vadeli borçlanma senetleri olarak bilinen finansman bonoları borçlu sıfatıyla iskontolu ihraç eden menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Genellikle riski düşük firmalar tarafından dönemsel, geçici, büyük projelerin likidite ihtiyacı giderilmek için ihraç edilmektedir. Finansman bonoları sermaye piyasası kurulu tarafından kaydına alınır. Finansman bonoları kuponlu ödemeli ihraç edebilir. Halka arz edilen finansman bonoları vadeye göre yıllık bazda iskonto oranı ile hesaplanır.

Banka bonusu ve banka garantili bonolar

Banka tarafından ihraç edilen kısa vadeli borçlu sıfatıyla, iskontolu ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Banka bonusu vadesi 60 günden az ve 1 yıldan fazla olmamakta ve iskonto oranı tarafınca belirlemektir. Banka bonusu emre ve hamiline ihraç edilen kıymetli evraktır. Banka garantili bono ise bankadan kredi kullanan ortaklıkların borçlu sıfatıyla düzenleyip teminat olarak gösterdiği emre müharrar senetlerdir. Bu bonolar bankaca garanti altında alınmakta ve kurulca kayıdedilen kıymetli evraktır.

Kıymetli maden bonolar

Sermaye piyasası mevzuatı VII - 128-8 borçlanma tebliğine göre kıymetli maden aracı kurumlarının tarafından borsa İstanbul'da kıymetli maden cinsinden ihraç eden bonolardır. Bu bonolar vadesi en az 30 gün en çok 364 gün olmakta iskontolu ihraç etmektedir. Vade sonunda ihraççı nominal bedelini ödemesine mükelleftir. Örneğin; altın, gümüş ve platin cinsinden ihraç edilen bonolardır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler

İşletmelerin alacakları ve işletmelerin devir aldıkları alacakların karşılığında ihraç edilen finansal araçlardır. SPK III, 58.1 numaralı tebliğine VDMK, varlık finansman fonu (VFF), ipotek finansman kuruluşu (İFK) devir alacak karşılığına ihraç eden menkul kıymetlerdir. Vadesi henüz gelmemiş alacaklarını menkul kıymetleştirerek piyasadan likit sağlama imkânı vermektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetler, tüketici ve konut kredileri, finansman kira sözleşmeden ve ihracattan olan alacaklara vb. dayalı ihraç edilebilir. Bu tür tahviller halka arz edilebileceği gibi nitelikli yatırımcılara ve tahsisli satış işlemi gerçekleştirilebilir.

Varlık teminatlı menkul kıymetler

Teminatlı menkul kıymetler iki tür ihraç edilmektedir. Bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından genel borçlu yükümlülüğü niteliği karşılığında gösterilen teminatlı borçlanma senetleridir. İpoteğe dayalı teminat menkul kıymetler ise mevzuat gereği konut finansman kuruluşları ve ipotek finansmanı kuruluşlarınca ihraç edilmesine izin verilmiştir. Teminat menkul kıymetler ihraç eden kurumların yönetiminin devir edilmesi halinde teminat, rehin, tasarruf ve haciz edilmemekte ve ihtiyatı tedbir alınamamaktadır. Buna göre yatırımcılar için güven unsuru sağlamaktadır.

Kira sertifikaları

Varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Bu menkul kıymetler her türlü varlık ve hakkın elde edilen geliri, sahibine pay oranına göre hak tanımaktadır. Bu tür menkul kıymetler tahsisli ve nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilmektedir (BİST, 2018).

Tahvil değer kavramları

Finansal piyasalarda birkaç bakımdan tahvil değer tanımını yapılabilir. Bu kavramlar finansal piyasada genel tahvillerin literatüründe yararlanmaktadır. Bunlar nominal değeri, ihraç değeri ve piyasa değeri olarak başlıklar halinde aşağıda açıklanmaktadır.

Nominal değeri

Tahvil ihraç eden birim tarafından tahvilin üzerine yazılmış tutar, nominal **değer** olarak adlandırılır. Diğer bir ifade ile tahvillerdeki nominal değer vade sonunda ödenmesi gereken tutarı ifade etmektedir. Tahvil ihracında nominal değer üzerine belirli fiyat ile satılabilir iken nominal değeri altında da iskontolu satılabilir.

İhraç değeri

Birincil piyasada ilk defa tahvilin belirli bir fiyattan ihraç edilmesine ihraç değeri olarak tanımlamaktadır. Tahvil ihraç değeri tahvilin kupon faiz oranına ve aynı dönemdeki piyasa faiz oranına bağlıdır.

Piyasa değeri

Tahvilin ikinci piyasada işlem gördüğü değerdir. Bu piyasada ikinci kez veya daha çok el değiştirme olanağı sağlarken alıcıların ve satıcıların işlem görmesine razı oldukları tutardır. Piyasa değeri nominal değerden farklı olarak piyasa psikolojisi tarafından belirlenip değişmektedir. Tahviller piyasada nominal değerine göre düşük veya yüksek fiyat ile değerlendirilebilir. Ancak vade sonu geldiğinde piyasa değerine bakılmaksızın ihraççı tarafından ödenmiş olur.

1.3. Tahvil İhraç Nedenleri

Devlet kurumları ve şirketlerin borçlanmak için başvurdukları en önemli finansal araçlar arasında tahvil yer almaktadır. Tahvilin sağladığı finansal avantajlar nedeniyle hükümet ve firmalar tarafından borçlanma ihtiyacını karşılanmasında oldukça yaygın kullanılır. Tahvil ile borçlanmanın getirdiği bazı avantajlar bulunmaktadır. Bu avantajlar ise;

Devlet Kurumları, şirketler ve Sendikasyonu tarafından tahvil ihraç yoluyla finansal kaynağın maliyetini ve belirlenmiş faiz oranını sınırlı tutmasıdır. Bu üstünlük ise söz konusu kurumların ve firmalarının faaliyet döneminde kar elde edilirse yatırımcılarının katılma hakları yoktur ve faiz geliri ile sınırlandırılır.

Tahvil ihracı ile sağlanan finansal kaynağın maliyeti öz sermaye yoluyla sağlanan finansal kaynaktan daha düşüktür. Bunun nedeni ise tahvillerin ödenecek maliyeti belirli ve sınırlıdır. Öz sermaye ise fırsat maliyetini kapsamaktadır. Öz sermayeyi farklı projelerde değerlendirdiği takdirde daha yüksek getiri kazanma potansiyeli söz konusu iken yatırılmaması durumunda kazanabilecek getiri kadar bir maliyet oluşmuş olmaktadır. Tahvil ihracı eden firmalar üzerinde yatırımcıların kontrol ve yetkileri bulunmamaktadır. Tahvil yatırımcılarının firmayı kontrol yetkileri olmadığından, firmanın faaliyet kararlarına ve performansına iştirak etmediği gibi faaliyetten oluşan kar ve zararda bir payı bulunmamaktadır.

Tahvil ihraç yoluyla, faiz giderini vergi matrahından indirme imkânı bulunmaktadır. Bu şekilde sağlanan vergi avantajı ile firmaların giderleri azalmaktadır. Dolayısıyla tahvillerin maliyet düşürücü niteliği bulunmaktadır (Akgüç, 1998; 646).

Kredi sözleşmelerine göre daha esnek bir yapıya sahip olması, belirli bir seviyeye kadar finansal kaynaktan kaldıraç etkisi ile öz kaynakların kârlılık oranının yükselmesini sağlamaktadır. Ancak tahvil ihracının getirdiği bazı sakıncalarda bulunmaktadır. Bu sakıncalar ise şöyle sıralanabilir;

Firma gelirlerinin dalgalanma gösterdiği dönemlerde, tahvile ödenen faizlerin sabit olması, firma için risk oluşturmakta ve firmaları iflasa sevk edebilmektedir.

- Firmanın tahvil ihraç yoluyla sağladığı kaldıraç etkisi öz kaynak kârlılık oranını yükseltebilir. Ancak yüksek borçlanma, firma için risk oluşturacağından firmanın değeri ve anonim ortaklıklarının hisse senetlerinin değerinin düşmesi olasıdır. Dolayısıyla böyle bir riske engel olabilmek için, sermaye maliyetini indirilebileceği kadar düşük seviyeye borçlanmak daha makul görülmektedir.

- Yapılan tahvil ihracında uzun dönemde anapara ve faizin zamanında geri ödenmesi için önlemler ve tedbirler alınması gerekmektedir. Bu önlemler ise, kurum veya firmaları faaliyet stratejilerinde muhafazakâr bir finans davranışına sevk edebilir.
- Tahvil ihracında yapılan planlama, şartlar ve tahminler ödeme döneminde değişebilir. Bu değişiklik firmanın lehine olabileceği gibi ters durumda ise firmaya risk oluşturabilir.

Tahvil ihracı yabancı kaynaklar sınıfında yer almaktadır. Yabancı kaynaklar/öz kaynak oranı, belirli makul seviyeyi aşmayacaktır. Finansal kaynaklarının yapısında oluşan standart olmayan oranlar firmayı riskli bir hale dönüştürebilir (Akgüç, 1998; 646-647).

Bir başka görüş olan, New York Enstitüde of Finance göre; şirketlerin tahvil ihraç nedenleri şöyle sıralanmaktadır. İlk olarak firmaların tahvil ihraç nedeni, tahvilin hisse senetleri arttırılmadan sermaye arttırıcı niteliğe sahip olmasıdır. Bankaların kredi faizine göre, tahvil ihracıyla piyasadan düşük faizle borçlanır. Böylece direkt yatırımcı ile işlem görmüş olur. Ayrıca bankanın aracılık fonksiyonu ortadan kalkması giderlerin düşmesine ve finansal piyasaların etkin çalışmasına sebep olur. Tahvil türlerinin çeşitliliği de finansal piyasaların etkin çalışmasına sebep olmaktadır.

Tahviller büyük firmalar için, bankadan kredi almak yerine, önemli bir alternatif kaynak haline gelmiştir. Şirketlerin tahvil ihracı, bankadan kredisni göre bazı üstünlük sağlamaktadır. Tahviller daha esnek finansal şartlara sahip olmaktadır. Tahviller vasıtasıyla birçok finansal yatırımcı riski paylaşmaktadır.

Genellikle şirketler genel kurul kararıyla tahvil ihraç eder. Şirketler tahvil ihraç ederken ülkedeki düzenleyici ve denetleyici kurumdan izin aldıktan sonra kurumca belirlenen olan mevzuat çerçevesinde tahvil çıkarılır. Özel sektör tahviller düzenlemeler çerçevesinde belirli teminat ile garanti altına alınması gerekmektedir. Volatilite açısından baktığımızda özel sektör tahvil ihraççı kazancına bağlı olarak fiyatlarda dalgalanma göstermektedir.

1.4. Tahvil İhraççıları

Finansal ihtiyacı olanlar finansal araçlar vasıtasıyla fon fazlası olanlardan finansal kaynak sağlamaktadırlar. Tahvil ise bir finansal araç olarak veya diğer bir ifade ile borçlanma aracı olarak fon ihtiyacı olanlar tarafından ihraç edilir. Piyasada fon ihtiyacı hangi birimler tarafından sağlandığı hakkındaki bilgiler aşağıdaki başlıklar altında yer almaktadır. Tahvil ihraççıları devletler, belediyeler, şirketler ve proje niteliğinde olan ihraççıları olarak sınıflandırabiliriz.

Devlet

Devletin bütçe açıklarını finanse edebilmek için başvurdukları yollardan biri tahvil ihraç yoluyla fon sağlamaktır. Belirli yetkili ve resmi kurumlar tarafından ihraç edebilirken tüzel kişilerde yararlanabilir. Ayrıca bankalar aktif kalemlerinde bir yatırım aracı olarak kullanırlar. Bu tür tahviller devlet tarafından garanti altında olup faiz getirisi ve anaparayı ödemesini vade tarihinde öder. Bu nedenle temerrüt riski oldukça düşüktür. ABD hazine Bonosu, çok yüksek dereceli bir tahvil olduğundan dolayı bu tahvillerin getirileri, CAPM kapsamında öz sermaye maliyetleri hesaplamak gibi finansal hesaplamalar yapılırken genellikle risksiz bir faiz oranı olarak kabul edilmektedir. Devlet tahvilleri için kupon ödemeleri genellikle vergiler gibi devlet gelirlerinden yapılır.

Türkiye’de tahvil, Hazine müsteşarlığı tarafından ihale yoluyla ihraç edilir. Tahvil ve bonolar bir diğer adı devlet iç borçlanma senetleri kapsamında değerlendirilir. Bonolar tahvillere benzerlik gösterirken süre açısından farklıdır. Tahviller bir yıldan daha uzun iken bonolar bir yıldan daha kısa dönemi kapsamaktadır. Ancak özel sektör tahvil ihraççıları genellikle aşağıdaki başlıklar altında yer almaktadır.

Şirketler

Şirket tahvili, tahvil türüne göre sınıflandırılmaktadır. Elektrik, su ve gaz hizmetleri, taşımacılık, sanayi, bankalar ve finansal kuruluşlar olarak dört tür tahvil olarak sınıflandırılabilir. Elektrik, su, gaz hizmetleri örneğinde elektrik enerji şirketleri, gaz dağıtım şirketleri, su şirketleri ve iletişim firmaları sayılabilir. Taşımacılık sektöründe ise havacılık,

demir yolları, kamyon taşımacılığı gibi sıralayabiliriz. Sanayi sektöründe ise tüm fabrikalar, ticari işlemler, hizmet firmaları kapsamaktadır (Fabozzi, 1996; 137).

Tahviller devlet tarafından çıkarıldıkları gibi şirketler tarafından da çıkarılabilir. Genellikle anonim ortaklıklı olan şirketler tahvil ihraç ederler. Şirketler finansal kaynak sağlama açısından banka kredileri yanısıra alternatif olarak tahvil çıkarmalarıdır. Ayrıca yatırımcılar için şirket tahvilleri devlet tahvillerine göre yüksek riski üstlenmesine karşın yüksek getiri sağlar. Şirket ve bankalar tarafından ihraç edilen tahviller faizlerini devlet tahvillerine göre daha yüksek belirtirken halka arz etmeden önce sirküler de ilan ederler. Derecelendirme kuruluşlar tarafından firmaların profilleri değerlendirilir ve belirli bir not belirler. Ancak şirketler, kredi kuruluşları tarafından profillerine göre uyumlu olmayan notta alabilirler. Şirket tarafından ihraç edilen tahviller farklı karakteristik ve sınıflandırma ile ihraç edebilir.

Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar

Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar tahvil ihraç edebilir. Bu kuruluşların borçlu niteliğinde iskontolu oranı ile ihraç ettiği borçlanma senetleridir. Bir yıldan kısa vadeli ihraç edebildiği gibi uzun dönemde de ihraç etmektedir.

Sendikasyonlar

Uluslararası kuruluşlar tarafından da tahvil ihraç edilmektedir. Bu kuruluşlar daha açık bir ifade ile birkaç ülkenin üye olduğu birimlerdir. Örneğin dünya bankası ve Avrupa yatırım bankasının ihraç ettikleri tahvillerdir. Genellikle bu tür tahviller yüksek nota sahiptir. Ayrıca faaliyetlerden elde etmiş olan getiriyi kupon ödemeleri ile gerçekleştirilir.

Bölgeler ve belediye

Belediyelerde devletler gibi tahvil ihraç edebilir. Hükümet tarafından çıkarılmayan tahvilleri, hükümete bağlı olarak bölgeler veya belediyeler ihraç eder. Genellikle kapsadığı bölgede yapılacak projeler için ihraç edilir. Uluslararası platformunda hükümet tahvilleri olarak nitelendirilir.

Özel projeler

Devletler ve firmalar özel projeler için de tahvil ihraç edebilir. Projeler belirli bir zamanda ortaya çıkar ve proje bittikten sonra sona erer. Bu projelerden sağladıkları gelir ile tahvil kuponları ödenir.

1.5. Özel Sektör Tahvil Türleri

Özel sektör tahviller bir yıl ve daha uzun süreyi kapsayan, bankalar ve şirketler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleridir. Türkiye hukuk sisteminde özel sektörün tahvil ihraç yapması için hak verilmiştir. Anonim ve pay ortaklıkları tahvil ihraç edebilirken sanayi kuruluşlarının belirli şartlarda tahvil ihraç yapma imkânı bulunmaktadır.

Türkiye tahvil piyasası ile ilgili mevzuat çerçevesinde özel sektör tahvillerini aşağıdaki başlıklar altında tanımlayabiliriz.

Nama yazılı tahvil- hamiline yazalı tahvil

Tüm tahvil türleri nama ve hamiline ihraç edilebilir. Ancak Türkiye’de hamiline olan tahviller gelenekselleşmiştir (İMKB, 2011; 209).

Başa baş tahvil- primli tahvil

Tahvil ihracında üzerindeki değer ile satılıyor ise başa baş tahvillerdir. Tahvil ihrac sürecinde nominal değerinden daha düşük değerden satılıyor ise “çıkarma primi” tahviller ve itfa (geri ödenme) anında nominal değerinden daha yüksek bir bedel ödenmesi takdirde “itfa primi” söz konusudur (Akgüç, 1998; 649). Tahviller %5 kadar nominal fiyatından daha düşük bir fiyat ile işlem görebilir (İMKB, 2011; 209).

İkramiyeli tahvil

Tahvil satışını arttırmak amacıyla tahvil sahiplerine ek manfaat tanımlanmaktadır. Bu tip tahviller İkramiyeli tahviller denilir. Tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz tutarında olması gerekmektedir. Türkiye’de ise tahvil sahiplerine faiz dışında bir menfaat tanımlanmamaktadır (İMKB, 1996; 135). Diğer bir ifade ile tahvillerin satışını

kolaylaştırmak ve beğenisini arttırmak için belirlenmiş faizin yanında kura ile ikramiyede verilebilmektedir (Akgüç, 1998; 649).

Garantili- garantisiz tahvil

Tahvil ihracında satış olasılığını arttırmak amacıyla bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingi, tahvilin anapara ve faizi garanti eder. Bu tür tahviller garantili tahviller olarak tanımlanırken, garanti söz konusu olmayan tahviller ise garantisiz tahviller olarak tanımlanır (İMKB, 2011; 209). Garantisiz tahvillerde, tahvillerin olduğu gibi satılır. Genellikle garanti ve garantisiz tahviller, yatırımcıların risk iştihasına bağlı olarak seçilir. Yüksek riski üstlenen bir yatırımcı yüksek faiz getiri beklentisinde olurken tersi durumda ise düşük riski üstlenen bir yatırımcı düşük faiz geliri beklentisinde olacaktır. Dolayısıyla garantili tahvillerin düşük risk taşımaları nedeniyle yatırımcılara düşük faiz geliri sunarken garantisiz tahvillerinin yüksek risk taşımaları ile yüksek faiz getirisi sunar.

Sabit faizli tahvil- değişken faizli tahvil

Enflasyonun hızlı yükseldiği dönemlerde piyasa faiz oranının, tahvil faiz oranından daha yüksek seviyeye çıkması ve dalgalanması, tahvil piyasasının istikrarlı olmamasına neden olur. Bu dalgalanmaları önlemek için değişken faizli tahviller ortaya çıkmıştır (İMKB, 2011; 209). Piyasanın değişken şartlarından doğan aşırı dalgalanmalar yatırımcıları değişken faizli tahvil yatırımına itmiştir. Sabit faizli tahviller piyasanın değişken koşullarını dikkate almamaktadır. İstikrarlı bir ekonomide sabit faizli tahviller çekici olabilir.

Endeksli tahvil

Enflasyona karşı tahvil yatırımcılarının anapara ve faizini korumak amacıyla tahvil belirli bir değişkene (döviz kuru, fiyatlar genel indeksi, özel indeks ve altın fiyatı) bağlanır ve genellikle her yıl yeni değerlendirme ve revize edilmektedir (Akgüç, 1998; 651).

Sıfır kuponlu tahvil

Vadesi boyunca kupon ödemesi yapılamayan ve ihraç anında iskontolu olarak satılan tahvillerdir. Bu tür tahviller faizi vade sonunda nominal değeri üzerinden ödenir (Aksoy ve

Tanrıöven, 2014; 506). Dolayısıyla vade süreci değişen piyasa koşullarına bağlı olmamaktadır.

İpotekli tahvil

Tahvil karşılığı yapılacak ödeme yükümlülüklerine karşı arazi, arsa, bina v.b, varlıkların teminat olarak gösterildiği tahvillerdir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 506).

Çağırılabilir tahvil

Tahvillerin ihracından belli bir zaman geçtikten sonra vadeden önce paraya çevirebilme imkanı olan tahvillerdir. Bu tahviller nominal değerine belli bir prim eklenerek çıkarılmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 506). Bu tür tahviller belirli şartlara göre primi ödeme taahhüdü ile geri çağırabilir.

Ödeme kolaylığı olan tahvil

Ödeme kolaylığı olan tahvil, ihracının belli bir tarihten sonra, yatırımcısının isteği üzerine işlenmiş faizi ile geri almayı taahhüt ettiği tahvillerdir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 506).

Tahvilin bir finansal borçlanma aracı olarak daha cazip kılınması için fona ihtiyaç olduğu yerde farklı haklar tanımlanabilir. Bu durum ihraç eden ve yatırımcı arasından bir arz talep dengesi oluşturabilir ve piyasada işlev görmeye başlayabilir. Türkiye’de uygulanan diğer özel sektör tahvil türleri aşağıdaki başlıklar altında tanımlanacaktır.

Rüçhan haklı tahvil

Tahvillerin satışını kolaylaştırmak için tahvillerin tamamını veya kura ile belirli bir bölümün yüzdesini ya da belli bir limitin üstünde kalan kısmına ilerdeki ilk sermaye eklenmesinde satışta rüçhan hakkı tanımaktadır (İM, 2011; 210). Böylece yatırımcılar için tahvil daha cazip ve çekici gelmektedir.

Kara iştiraklı tahvil

Kara iştiraklı tahviller, hem nama hem de emre yazılı tahviller olarak ihraç edilir. Vade sonunda anapara ile ödenir (İMKB, 2011; 210). SPK'ya göre; Tahvil satışından kolaylık sağlamak için anonim şirketlerin karına iştirak etme olanağı verilebilir. Kara iştiraklı tahviller birkaç şekilde yatırımcıya ödenir.

1. Kardan payı ile belirlenmiş faizin toplam ödemesi,
2. Kar payı belirli bir faizin altında ise sadece belirlenmiş faizin ödenmesi, kar payı belirli bir faize eşit ya da daha yüksek ise kar payının yatırımcıya ödenmesi,
3. Kar payının yüzdesi hesaplanarak, yatırımcısına ödenmesi (Akgüç, 1998; 650).

Paya dönüştürebilir tahviller

SPK'nın borçlanma araçları VII-128,8 seri tebliğ hükümlerine göre ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtmiş esaslarına göre ihraççılara paylarını tahvillere dönüştürme hakkı tanımlamaktadır (SPK, 2017). Bu tür finansal araçlara "Paya Dönüştürebilir Tahviller" olarak adlandırılmaktadır.

Değiştirebilir tahviller

SPK'nın borçlanma araçları VII-128,8 seri tebliğ hükümlerine göre ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsada diğer ortaklıklara değiştirme hakkı veren borçlanma araçlarıdır (SPK, 2017).

1.6. Uluslararası Piyasada Tahviller

Uluslararası tahviller yeni bir finansal ürün değildir. XIX'uncu yüzyıldan beri uluslararası boyutta uygulanmaktadır. Bu piyasanın gelişme nedeni genellikle mevzuata bağlı olmaması, ulusal finansal piyasalarda özellikle faiz sınırlamalarına tabi olmaması, ulusal vergi uygulanmaması, borsada kote olmama olanağı, otorite ve denetim kurumlarından kaçan fonlar ve ABD'nin fon çıkışını engelleyici mevzuat uygulaması ile açıklanabilir (Akgüç. 1998; 679). Uluslararası piyasayı; yabancı tahviller, Euro tahviller ve global tahviller olarak üç grupta sınıflandırabiliriz. Bunlar aşağıdaki başlıklar altında açıklanacaktır.

Uluslararası tahvil piyasalarında kamu kuruluşları ve özel şirketler ülke dışına tahvil ihraç ederek finansal kaynak sağlamaktadır. Uluslararası tahvil piyasalarında yatırıma ve borçlanmaya başvurulması oldukça güç ve teknik bir konudur. Ülkelerin mevzuatı, vergisi, terminolojisi, finansal araçları ve teknik uygulanışı farklılık göstermektedir. Vergi stopajı bazı ülkelerde uygulanırken bazılarında ise uygulanmaz. Tahviller, değişken faizli tahviller, çok para birimli tahviller ve opsiyon tahvillere kadar farklılık gösterir. Bazı piyasalarda yılda iki kez faiz ödenirken bazılarında bir kez ödenir. Bazı ülkelerde yıl 360 gün, bazı ülkelerde ise 365 gün olarak tanımlanmıştır (Seyidoğlu, 2003; 329). Dolayısıyla her ülke mevzuat ve piyasa koşullarına göre tahvil türleri, ihraç prosedürü, borsada kote olma koşulları, ihraç eden ve yatırımcı hakları, faiz ve vergilendirilmesi gibi birçok boyutta farklılık göstermektedir.

1.6.1. Yabancı Tahviller

Hükümet ve şirketler uluslararası piyasada yabancı tahviller aracılığı ile borç sağlanmaktadır. Bu tür tahviller yabancı bir ülkenin ulusal para birim cinsine göre ihraç edilmektedir. Hem hükümet hem şirketler bu piyasada tahvil ihraç edebilir (Yalçınar, 2012; 298). Böylece hükümet ve şirketler uluslararası tahvil piyasalarında uzun vadeli finansal kaynak sağlar.

Genellikle yabancı tahviller bankalar konsorsiyumu aracılığı ile satın alınmakta ve borç veren ülkede satılmaktadır. Örneğin bir Türk anonim şirketi Yen cinsinden tahvil ihraç eder ve bunu Japonya piyasasında satarsa bu tahvillere yabancı tahvil denilir. Yabancı tahviller ağırlıklı olarak İsviçre ve Japonya’da satılmaktadır. Bunun nedeni ise bu ülkelerin faiz oranlarının düşük olması ve aşırı likidite fazlalığının giderilmek istenmesidir. Yabancı tahviller çıkarıldıkları ülke mevzuatına bağlı olup, faiz ve banka komisyonlarının ödenmesi gerekmektedir. Ayrıca para birim cinsine göre kur riski de üstlenilmektedir (Akgüç, 1998; 680). Yabancı tahviller, ulusal tahvil piyasasına göre daha düşük maliyetle borç sağlama ve aynı zamanda geniş çapta fon sağlama imkânı verir. Ulusal piyasadan her zaman borç sağlanması sağlıklı olmayabilir. Ülke borçlanırken faiz yükünün yanında borçlanmanın daha yüksek maliyetli olması bu ülkenin uluslararası piyasadan fon sağlamasına sebep olur. Ulusal piyasaya göre daha istikrarlı bir ekonomiye sahip ve likiditesi fazlası olan ülkelerde, o ülkenin para birim cinsinden tahvil ihraç etmesi daha avantajlı görünmektedir. Bulldog tahvilleri, Matilda tahvilleri ve Samuray tahvilleri yabancı tahvillere örnek olarak verebiliriz.

Diğer taraftan ise uluslararası piyasadan yabancı para birimi cinsi ile borçlanma döviz kuru riskini ortaya çıkarmaktadır.

Herhangi bir ülke yabancı tahvillerin ihracında o ülkenin yasal mevzuatına bağlı olarak işlem yapmaktadır. Aslında yabancı tahvillerin bulunması yatırımcılar için cazip gelmektedir. Yabancı tahviller döviz kurlarının oynaklığına maruz kalmadan direkt yabancı para birim cinsinden olan tahvil portföylerini oluşturabilir. Genellikle yabancı tahviller ihraç edilecek ülkenin yüklenicileri tarafından piyasaya sunulmaktadır. Dolayısıyla yabancı tahvillerin iki temel özelliği bulunmaktadır. Birincisi tahvil ihraç edilecek ülkenin para birimi cinsinden olması, ikincisi ise o ülkenin mevzuatına bağlı olup ihraç edilmesidir.

Tahvil ihraç eden ülkenin, tahvil ihraç edilecek olan ülkeden daha yüksek faize sahip olması durumunda yabancı tahvil ihraç edilmesi makuldür. İsviçre Frank'ı, Japonya'nın Yen'i yabancı tahviller olarak yaygın kullanılmaktadır. Finansal fon sağlamak için banka yeterli olmazsa tahvil konsorsiyum şeklinde işlem görmektedir. Konsorsiyum ile üç şekilde yabancı tahvil ihraç edilir. (Seyidoğlu, 2003; 330). Aşağıdaki başlıklar altında önemli bazı yabancı tahviller kısaca anlatılacaktır.

ABD yabancı tahvilleri

Yankee olarak bilinen yabancı şirketler ve bankalar tarafından ABD'den ihraç edilir. Tahvil ihracı ABD doları para birim cinsine göre piyasada işlem görür.

İngiltere yabancı tahvilleri

Bulldog adı ile bilinen tahviller İngiltere'de yabancı bankalar veya şirketler tarafından ihraç edilmektedir. Yabancı ihraççılar, tahvilin İngiltere'de kendi ülkelerine göre daha düşük faizle işlem görmesi halinde bu ihracı İngiltere'de gerçekleştirirler (İnvestopedia; 2018).

Avustralya yabancı tahvilleri

Kangaroo olarak bilinen yabancı tahviller Avustralya doları para birimi cinsinden ihraç edilir.

Kanada yabancı tahvilleri

Kanada'da yabancı tahvilleri Maple Bond adıyla Kanadalı olmayan kuruluş veya şirketler tarafından ihraç edilir.

Japonya yabancı tahvilleri

Japonya'da Samurai tahvilleri Japonyalı olmayan kuruluşlar tarafından Yen cinsinden ihraç edilen tahvillerdir.

1.6.2. Euro Tahviller

Euro tahvillerini bir örnek üzerinden ifade etmek gerekirse; A ülkesinin B ülkesinde, B ülkesinin para birimi dışında her hangi bir yabancı para birimi ile ihraç ettiği tahvillerdir. 1965 ve 1968'de, ABD şirketleri tarafından yapılan doğrudan yabancı yatırımları sınırlamak için daha fazla önleyici politika uygulanmaktaydı. Bu programlar etkili bir şekilde ABD çokuluslu şirketlerini yabancı projelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamaya zorlamıştır. ABD yönetmeliklerinin 1974'te kalkmasıyla, Eurobond pazar hacmi ilk kez çöktü daha sonrasında ise 1980'lere kadar istikrarlı bir şekilde büyüme göstermiştir.

Euro tahviller ihraç edilecek yabancı bir ülkenin para birim cinsine göre olmayıp diğer yabancı ülkenin para birim cinsine göre ihraç edilir (Yalçınar, 2012; 299). Belirli merkezlerde ihraç edilen bu tahviller Euro para birimi cinsinden işlem görmektedir. Uluslararası düzeyde mübadele edilen tahvil türleri birbiriyle farklılıklar gösterir. Euro tahviller yabancı tahvillerden farklıdır. A ülkesi B ülkesinde B ülkesinin para birimi cinsinde tahvil ihraç ettiğinde bu tahvil yabancı tahvil niteliğini taşımaktadır. A ülkesi B ülkesinin para birim dışında herhangi bir para birimi cinsinden tahvil ihraç ettiğinde bu tahvil Euro tahvil niteliğine girmektedir (Parasız ve Yıldırım, 1994; 239) .

Uluslararası tahvil piyasasında en hızlı gelişen piyasa Euro tahvil piyasasıdır. Euro tahvil piyasanın yabancı tahviller gibi mevzuata bağlılığı olmamasının yanında çok esnek bir yapıya sahiptir. Borçlunun gereksinimine göre tahvil vadesini ayarlanabilir ve tahvil türleri geliştirebilir. Ayrıca tek bir para birimi cinsinden ihraç edilebilirken birden fazla para birimi cinsinden de ihraç edilebilir. Bu nedenle bu piyasanın çekiciliği artmaktadır. Euro

tahvil piyasası, ağırlıklı olarak birden fazla para birimi ihraç eden tahvilleri kapsamaktadır (Akgüç,1998, 680).

Euro tahvillerin mali yüklenimini konsorsiyum üstlenmektedir. Konsorsiyumlar veya kredi sendikasyonları, çeşitli ülkelerde ticari ve yatırım bankalarının, aracı kuruluşlar ile bir araya gelerek oluşturduğu bir gruptur. Bu grup vasıtasıyla ihracı yapılacak olan tahvilleri belirlenen belirli miktarda ulusal piyasadan ihraç eder. Euro tahviller Dragons; Asya'da ABD doları cinsinden tahvil ihracı, Shogun: Japonya'da ihraç edilen döviz tahvilleri (ABD doları tahvilleri dahil), Dim-Sum: Hong Kong'da verilen Çin Yuan para birim cinsinden tahvil ihracı gibi örnek verilebilir.

Euro tahvil piyasasının gelişimine hız veren işlem swap uygulamasıdır. Euro tahvil ihracının %70'ini oluşturan swap işlemlerinin bölümlerini oluşturan ve yaygın bir şekilde uygulayan faiz oranı swapı ve döviz swaplarıdır. Bir ulusal para birimi cinsinden olan tahvilin sabit faizli kredinin değişken faiz kredi ile değiş tokuş yapılan işlemler, faiz swapı arasında yer almaktadır. Bu işlemde faiz ödemeleri takası yapılır. Döviz swapı ise anapara ve faizli bir ulusal kredinin bir diğer ulusal anapara ve faiz kredisinin değiş-tokuş işlemidir.(Seyidoğlu, 2003; 334).

Euro tahviller piyasası bir ülkenin kural ve düzenlemelerine tabi değildir. Euro tahvillerinin çoğu batı Avrupa'da, Ortadoğu ve Asya ülkelerinde ihraç edilmektedir. Ayrıca bu piyasa düşük maliyetlidir. Euro tahvilleri ağırlıklı olarak dolar ve euro cinsinden ihraç edilmektedir. Euro tahvil'e genellikle not verilmediğinden Euro tahvillerinin ihraççıları, yatırımcılara cazip gelebilecek kadar tanınmış olmalıdır.

Euro tahviller piyasasında tahvil türleri bulunmaktadır. Bunlar Sabit faizli Euro Tahviller, Değişken Faizli Euro Tahviller, İki ve Çok Para Birimine Bağlı Olan Euro Tahvilleri, Hisse Senedine Bağlı Euro Tahviller, Yüksek Getirili Euro Tahviller, Sıfır Kuponlu Euro Tahvillerdir. Aşağıdaki başlıklar altında bu tahvillerin tanımı yapılacaktır. Ayrıca bunlara varant ekli, iskontolu kuponsuz tahviller, sabit faiz ve değişken vadeli biçimlerde ihraç edilen Euro tahviller de eklenebilir.

Sabit faizli euro tahviller (fixed rate eurobonds)

Euro tahvil piyasasında en yaygın olarak kullanılan tahvillerdir. Bu tahviller ulusal tahvillere benzemekte olup sabit faizli kupon tahvil sahiplerine 6 ayda veya yılda bir defa ödenir. Genellikle nominal değeri 1000 ve 5000 dolar arası olup 3, 5, 7 ve 10 yıllık vadeli tahvillerdir. 10 yıldan daha uzun tahvillerde bulunmaktadır. Ancak itibari değeri yüksek yüksek olan kurumlar ihraç eder. Kısa ve orta vadeli Euro tahviller ise bireysel yatırımcılar için ihraç edilir. Bu tahviller swap piyasasında aktif bir şekilde kullanılmaktadır (Seyidoğlu, 2003; 337). Bu tür tahviller maddi tazminat içermeyip bunun yerine tahvil sözleşmelerinde yeniden borçlanmasını sıkılaştırıcı ve yasaklayıcı maddeler konulup garanti altına alınır (Yalçın, 2012; 303).

Değişken faizli euro tahviller (floating- rate notes)

Değişken faizli tahviller genellikle LIBOR'a endekslenip belirli bir miktar marj eklenmektedir. Bu tahvillere tipik olarak altı ay kupon faizi ödenir. Daha önceleri bu tahviller belirli vadelerle ihraç edilirken 1985'den sonra bu tahviller belirsiz vadeler ile ihraç edilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla anapara ödemesi söz konusu olmayıp birçok boyuttan hisse senedine benzemektedir (Seyidoğlu, 2003; 337).

Hisse senedine bağlı euro tahviller

Bu tür Euro tahvillerin iki türü bulunmaktadır. Bunlar hisse senedine dönüştürülebilir tahviller (convertible bonds) ve hisse senedi garantili (bonds with equity warrants) tahvillerdir.

Bu tür Euro tahviller fiyat ve faiz açısından sabit faizli tahviller benzemekte olup vade sürecinde hisse senedine dönüştürme imkanı bulunmaktadır. Aslında tahvil ihraççılar açısından birkaç avantaj sağlanmaktadır. Bu avantaj ise şirketler için esnek bir finansman seçeneğidir ve özellikle yüksek risk profillerine sahip şirketler için yararlıdır. Bir diğer avantaj ise şirket faaliyetlerinin yatırımcının olumsuz yorumunu en aza indirmesinin bir yoludur. Örneğin, halihazırda halka açık bir şirket hisse senedi çıkarmayı seçerse, piyasa bunu genellikle şirketin hisse fiyatının biraz aşırı değerli olduğunun bir işareti olarak yorumlamaktadır. Bu olumsuz izlenimden kaçınmak için şirket, hisse senedine dönüştürme

olasılığı bulunan tahvil ihraç etmeyi tercih edebilir. Bir diğer avantaj ise şirket faaliyetlerinin yatırımcının olumsuz yorumunu en aza indirmesinin bir yoludur. Bunları ihraç eden şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürmelerine de izin verir. Yatırımcının bakış açısına göre, dönüştürülebilir bir tahvil ve katma değeri yüksek bir bileşene sahiptir.

Hisse senedi garantili (bonds with equity warrants), bu tahviller, sahibinin tahvilini tutmasına izin verir. Ancak yine de belirli bir fiyatla belirli sayıda tahvil ihraç eden firmanın hisse senedini alınmasına izin verir. Euro tahvil sahiplerine önceden belirlenmiş bir süre boyunca önceden ihale edilmiş fiyatla ihraççının nakit ödemeli belirli sayıda hisse senedi satın almasını sağlar. Hisse senedine dönüştürebilir tahvillere Euro tahvilleri teslim ederek hisse senedi alınır. Buda tahvilleri teslim etmeden nakit ödeme karşılığında hisse senedi satın alınır.

İki ve çok para birimine bağlı euro tahviller

Euro tahviller tek bir yabancı para birimi cinsinden ihraç edildiği gibi birden fazla yabancı para birimi cinsinden de ihraç edilir. Kur riskinden korunmak amacıyla bu tahviller kupon faizi ve anaparası birden fazla olan yabancı para birim tahvillerine ihraç edilmiştir. Aslında başlangıçta çok yaygın olan ABD dolarından ihraç edilen tahviller, ABD dolarının değer kaybetmesi sonrası diğer para birim cinsinden Euro tahvillerini ihraca etmiştir. Örneğin, ABD doları cinsinden olan çift dövizli bir tahvil, Euro'ya faiz ödeyebilir veya bunun tersini yapabilir. İki para birimli tahvilinin üç temel türü vardır: geleneksel ikili para tahvilleri, ters ikili para tahvilleri ve güç ters ikili para tahvilleridir. Bunların her birinin ayrı avantajları bulunmaktadır.

Yüksek getirili euro tahviller

Bireysel yatırımcıların karşılaşılabileceği tahvil sınıfı (tahvil türü değil) olan Eurobond piyasalarının bir parçasıdır. Yüksek verim tahvilleri, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından "yatırım sınıfının altında" olarak nitelendirilen tahvillerdir (yani, ihraççının kredi notu BBB'nin altındadır).

Sıfır kuponlu euro tahviller

Bu tür Euro Tahviller kuponsuz faiz tahvilleridir. Yoğunlukla ABD doları ve İsviçre frangı olmak üzere, vadelere kadar nakit akışı olmadığından, yüksek iskontolu satılmaktadır.

1.6.3. Global Tahviller

Çeşitli piyasalarda ve borsada kote edilen tahvil türüdür. Euro tahvillere benzerlik gösterirken borsada kote olması nedeniyle Euro tahvili sınıfında yer almaz (Yalçınar, 2012; 304). Bu tahviller İlk önce Dünya Bankası, Ontario-Hydro ve Hydro-Quebec tarafından teklif edildi.

Aynı zamanda ulusal piyasada ve Euro piyasasında alım satım yapılan tahvillerdir. Genellikle bu tahviller 1-30 yıl vade ile piyasada işlem görür. Bu tür tahviller, tanınmış şirketler, uluslararası işletmeler ve çok uluslu şirketler tarafından Avrupa dışındaki şirketler ihraç etmektedir.

1.7. Tahvil Değerini Etkileyen Faktörler

Tahvil değerlemenin temel amacı tahvilin gerçek değerini bulmaktır. Bir tahvil daha yüksek değerlenmiş olursa sermaye kaybına uğrarken düşük değerlenmiş olan tahvil ise sermaye kazancı elde eder. Tahvillerin gelecek nakit akışları belli olduğu için değerlemesi diğer finansal araçlara göre daha kolaydır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 511). Tahvillerin ikinci piyasada piyasa değerini etkileyen faktörler risk, faiz haddi ve vadesidir. Bunlar belirli bir formülasyon ile hesaplanabilir. Ancak tahvillerin risk faktörü hesaplanırken şirketin bünyesinin tanınmasını gerektirmektedir. Faizler ise piyasa talep ve arz miktarına göre belirlenir.

Tahvillerde risk faktörü ve sınıflandırma

Tahviller şirket ve mali kuruluşlara göre sınıflandırılabilir. Daha sağlam ve prestijli olan şirketler ve kurumlar üst sınıfta yer alırken daha düşük sağlıklı olan şirketler ve kurumlar ise sınıflandırmanın altında yer almaktadır. Dolayısıyla yukardan aşağıya doğru tahvil fiyatları da düşmektedir. Türkiye’de batı ülkeleri gibi sınıflandırma olmamıştır. Ancak piyasanın gereksinimini karşılayacak bir sınıflandırma oluşmuştur. Bunlar

- Devlet tahvilleri
- Bankalardan birinin garantörlüğü altında olan tahviller
- Diğer bankaların garantörlüğü altında olan tahviller
- Holdinglerin garantörlüğü altında olan tahviller
- Şirketlerin garantisiz çıkardığı tahviller (debenture bonds, naked debentures)

Bu sınıflamaya göre yukarıdan aşağıya doğru fiyatlarından bir düşüş görebileceği gibi aynı sınıfta olan tahvillerin aralarında fiyat farklılıkları çok düşüktür. Ayrıca büyük şirketlerin tahvilleri banka garantörlüğü altında olmasa bile fiyatları yüksek olması da muhtemeldir (Karşlı, 1989; 415).

Vade

Tahvil vadesi birkaç nedenle önemlidir. Birincisi yatırımcının beklenen zaman süresini ya da tahvil sahiplerinin kupon faizlerinin alabileceği dönem aralık sayısı ve anaparanın geçirecek dönemler sayısını gösterir. İkincisi tahvil getirisinin vadeye bağlılığıdır. Üçüncüsü ise piyasa faiz oranlarının değişikliklerinden uzun vadeli tahvillerinin fiyatları kısa vadeli tahvillerinin fiyatlarından etkilenir ve daha çok fiyat değişikliğine uğrar (Tecer, 1989; 2). Diğer bir ifade ile vade; başlangıç, zaman süreci ve bitiş tarihi gösterirken aynı zamanda yatırımcılar için bir kazanç unsuru iken borçlular için bir maliyet unsurudur. Tahvil vadeleri bir yıl, iki yıl, beş yıl, 10 yıl ve daha uzun bir süre ile ihraç edebilir.

Tahvil değerlemesinde önemli değişkenlerden biri vadedir. Vade sonunda tahvil satışı yapan kuruluş tarafından yatırımcıya tahvilin nominal değeri ödenir. İskonto oranı aynı kalırken tahvillerinin satışı ile fiyatlar vade sonuna yaklaştıkça nominal değere eşitleninceye kadar yükselir. Primli olan tahviller ise vade sonuna yaklaştıkça nominal değere eşitleyinceye kadar düşer (Tecer, 1989; 63).

Kupon faiz oranı

Tahvil ihraç edenler tarafından belirli dönemsel aralıkta yatırımcılara faiz ödemesini taahhüt ettikleri kuponlardır. Dolayısıyla tahvil fiyatlanmasında esas teşkil eden faktörlerin biridir. Tahvil fiyatını belirlerken kupon faizleri önemli rol oynamaktadır. Kupon Faizi ile

tahvilin değeri aynı yönde ilişkidir. Kupon faiz yükseldiğinde tahvil değeri yükselir, kupon faizi düştüğünde tahvil değeri düşer (Tecer, 1989; 62).

Piyasa faiz (efektif faiz oranı) oranı

Piyasa faiz oranı, piyasanın günlük şartlarına göre değişmekte olup tahvillere en az ödenebilecek faiz oranı ifade eder. Buna göre tahvil satın alırken öyle bir fiyattan alım yapmalıyız ki gerçek oranı piyasa faiz oranından daha az olmamalıdır. Piyasa faiz oranı tam rekabet şartlarında olan piyasada arz ve talep ilişkisinde belirlenir. Böylece efektif faiz oranı ile ikinci piyasada tahvil alım satım yapma karar verme niteliğinde önemli rol oynar. Tahvilin üzerinde yazılı olan faiz oranı efektif faiz oranından daha yüksek ise tahvil primli daha düşük ise iskontolu tahvil ikinci piyasada işlem görmüş olur (Karlı, 1989; 420). Dolayısıyla tahvil yatırımında dikkat edilmesi gereken bir oran olup karşılaştırma niteliğindedir.

1.8. Tahvilde Risk

İngilizce Oxford sözlüğünde riski bir “olayın negatif olasılığı” olarak tanımlamıştır. (Saunders, 2016; 1). Ancak tüm yazarların risk tanımında ortak noktaları riskin kazanma ya da kaybetmedeki belirsizlik derecesidir (Aksoy ve Yalçiner, 2013; 298). Günlük yaşamda belirsizlik kavramı risk kavramı ile aynı algılanmaktadır. Ancak her iki kavramın ayrı anlamı bulunmaktadır. Risk olarak belirtilen durumlarda gelecekteki olayların alternatif ihtimalleri bilinirken, belirsizlikteki alternatif ihtimaller bilinmez. Risk anlamında objektif olasılıkları kapsarken belirsizlik durumunda subjektif olasılıkları kapsar (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 33).

2016’de Saunders Literatürde riskin özelliklerini belirtmiştir. Bunlar; 1. Riskler olay ya da olaya dayalı tehlikelerdir. 2. Riskler ölçülebilir; Genellikle tahmin edilme olasılığı vardır. 3. Riskler belirsizliklerin sonuçlarıdır. 4. Riskler sosyal ortamda inşa edilir. 5. Riskler proje uygulamasında etkisi vardır (Saunders, 2016; 1-3). Ancak belirsizlik anlamı birçok proje risk yönetimi kitaplarında anlatılmamış ve önemi vurgulanmamıştır. Belirsizlik Oxford sözlüğünde “güvenilmez, bilinmeyen veya kesin değil” anlamı ifade etmektedir. Belirsizlik kavramı 6 karakteristik özellikleri vardır bunlar; 1. Belirsizlikler bilinmeyen bir durumdur. 2. Belirsizlik bilgi eksikliğidir. 3. Belirsizlik, değişkenliği ve belirsizliği içeren analizlere daha az duyarlıdır. 4. Belirsizlik sonuçlar proje riskleri oluşturur. 5. Belirsizlik öznel bir

olgudur. 6. Belirsizlik olumlu ya da olumsuz olabilir (Saunders, 2016; 4-7). Yukardaki anlamları üzerinde risk ikiye ayrılır. Bunlar sistematik olan ve sistematik olmayan risklerdir. Bu riskler ayrı ayrı hesaplanırken cebirsel yaklaşımla toplam risk hesaplanır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014;34). Genellikle riskleri sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olarak iki iki başlıkta sınıflandırılmaktadır. Bu riskler aşağıdaki başlıklar altında türleri ile anlatılacaktır. Her bir finansal varlığın üstlenmiş riski vardır. Tahvillerin üstlendikleri riski tanımak amacıyla aşağıdaki başlıklar altında risk kavramı tanıtılacaktır.

1.8.1. Sistematik Riskler

Sistematik riskler kontrol edilemez risklerdir. Bu tür riskler piyasanın doğasında vardır. Öngörülemeyen, çeşitlendirilemeyen ve önlenemeyen risk türüdür. Sistematik riskler piyasanın genelini etkiler. Sistematik riskler piyasadaki volatilité riski olarak da bilinir. Diğer bir ifade ile sistematik risk, bir ekonomideki makroekonomik faktörlerden kaynaklanan risk türüdür. Bu tür riskleri yatırımcılar veya şirketler kontrol edemez. Aşağıdaki sistematik risk türleri başlık altında anlatılacaktır.

Satın alma gücü riski

Yatırımcı bugün faydalanmaktan vazgeçerek yatırım yapar ve gelecekte gelir beklentisinde olacaktır. Ancak enflasyon ortamında fiyatlarının artışı ile mal ve hizmetlerinin fiyatları artmaktadır. Dolayısıyla bu ortamda yatırımcının geliri sabit ise gerçek geliri düşüşte olacaktır. Yatırımcının gerçek gelirini koruması için yatırdığı finansal aracının sağlayabileceği gelir, enflasyon oranından daha yüksek seviyede olması gerekir. Böylece gerçek gelir değerini korunmuş olur. Örneğin tahvil enflasyon ortamında daha riskli olabilir ve bunun yerine değerini koruyabilen hisse senedi gibi alternatif yatırım alanlarında yatırım yapılabilir (Aksoy ve Tanrıöver, 2014;34-36).

Faiz oranı riski

Faiz oranı riski, faiz oranlarının hareketliliğinden kaynaklanan kazanç veya sermaye riskidir. (Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, 2012;1). Diğer bir ifade ile piyasa faiz oranı yükseldiğinde tahvil değeri kayıp etmekte, piyasa faiz oranı düştüğünde tahvil değeri yükselmektedir.

Pazar riski

Pazar riski, piyasanın genel performansını etkileyen risktir. Pazar riski piyasadaki makroekonomik değişimden kaynaklanan riskler olarak tüm kurumsal ve şirketlerin, varlık ve borçlarını etkilemesidir. Bu tür riskin tamamıyla ortadan kaldırılması imkânsızdır.

Politik risk

Küresel çapta ve ülkede siyasi şartlar ve eğilimlerin piyasanın yatırım getirisini olumsuz etkilemesi olasılığıdır (Oral ve Yılmaz, 2017; 194). Yatırımcıların kayıp etme olasılığını gösterir. Politik risk ülkedeki aynı anda tüm sektörleri etkileyebilirken bazen de sadece belirli bir sektörde risk oluşmaktadır. Bu tür riskler siyasi finansal araçlarının çeşitlendirme yoluyla koruması oldukça zordur.

Kur risk

Sistemik risklerden bir diğer risk ise döviz kuru riskidir. Döviz kur değişimi yatırımcıları etkilemektedir. Döviz kur riskinden korumak için uluslararası çeşitlendirme ve türev piyasasından faydalanılabilir. Ancak risk tamamıyla ortadan kaldırılamaz. Bunun yanında riskten korumak için kullanacağımız türev ürünler toplam riskin yüksek olması da olasıdır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 40). Diğer bir ifade ile döviz kur değişiminden kaynaklanan herhangi bir ekonomi birimlerinin alacaklarını, borçlarını, gelirini, giderini ve nakit akımını etkileyen risklerdir.

1.8.2. Sistemik Olamayan Riskler

Bu tür risklerde özgü faktörlerden kaynaklanır ve kontrol edilebilir ve portföy yoluyla çeşitlendirerek gerekli önlemleri alınabilir. Diğer bir ifade ile tüm tahvilleri etkilenmemekte olup firmanın yönetim, finansal yapısı ve endüstrisine özgü özelliklerinden kaynaklanan risklerdir. Sistemik riskler aşağıdaki başlıklar altında yer almaktadır.

Yönetim risk

Şirket yönetimi tarafından kaynaklanan risk türüdür. Yönetiminin yeteneğine bağlı olarak gösterdiği düşük performansından kaynaklanan risk türüdür. Yönetimin üstlenmiş

olduğu yetki ve sorumlulukları şirket faaliyetlerinin akışına engel olan herhangi bir eylemden kaynaklanan risk türüdür. Bu tür riskler tespit ve kontrol edilebilir risklerdir. Yönetim risk kontrol ve azalmasında daha bilgili ve deneyimli olması için eğitim, danışmanlık gibi yollardan yararlanabilir.

Finansal risk

Bir firmanın faaliyetlerini yürütülmesi için öz sermayenin yanı sıra dışarıdan fon sağlayabilir. Finansal riskler şirket faaliyetlerinin fon sağlama sürecinde karşılaştığı risklerdir. Bu riskler kredi riski, likidite riski gibi risk türlerini içerir. Bu risklerinin doğuşu şirketin finansal yapısından kaynaklanmaktadır. Bu riskleri vadeli işlem piyasasında finansal risk koruma teknikleri ile kontrol edilebilir ve azaltılabilir.

Endüstri risk

Endüstrideki değişimi ve o endüstride bulunan tüm şirketlerin etkilemesi sonucunda ortaya çıkan risklerdir. Bu riskler teknoloji gelişiminden, tüketici tercih değişiminden, uzman işçi eksikliğinden, iş kolların grevleri gibi nedenlerden kaynaklanabilir.

Elastikiyeti düşük olan endüstriler elastikiyeti yüksek olan endüstrilerden endüstri riski daha yüksektir. Örneğin gıda sektöründeki risk daha düşüktür. Bu sektörde talep sürekli bulunmakta ve gıda ürünleri neredeyse vazgeçilemez ürünlerdir. Ancak buna karşı üretilen lüks malların riski daha yüksektir. Çünkü bu malların talep esnekliği oldukça yüksektir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 44).

Ayrıca endüstrilerinin ve firmaların faaliyetlerinin sabit maliyetleri riski doğrudan etkilemektedir. Bir endüstri ya da firmanın sabit maliyeti yüksek seviyede ise riski yüksek olmakta; endüstri ya da firmanın sabit maliyeti düşük seviyede ise riski düşük olmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 44).

Bazı endüstriler sürekli ve çok hızlı bir şekilde gelişim sağlar. Örneğin elektrik ve teknoloji sanayisi çok değişen bir sektördür. Bu tip sektörlerinin endüstri riski yükselmektedir. Bazı endüstrilerde monopolistik yapıda olabilir. Bu tür endüstriler gelir dalgalanmaları ve riski daha düşüktür (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 45).

1.9. Tahvillerin Analizi, Değerlendirmesi, Süresi ve Getirisi

Tahvillerin analizleri genellikle temel analizler ve teknik analizlerden oluşmaktadır. Ayrıca tahvil değerlendirme, süresi ve getirisi konularına kısaca değinilecektir.

1.9.1. Tahvil Analizi

Menkul kıymet analizi yapılırken iki önemli analiz tekniği bulunmaktadır. Bunlar; temel analiz ve teknik analizlerdir. Temel analizde ekonomi, şirketin bulunduğu endüstri ve şirket analizi üç aşamalı bir analiz yöntemleridir. Teknik analiz ise geçmiş verilere dayanarak gelecekteki fiyatları tahmin etmeye çalışır. Temel analiz finansal aracın gerçek değerini bularak hangi yatırım aracına yatırım yapabileceği hakkında bilgi edinebilirken teknik analizde ise yatırım aracı hakkında ne zaman alım veya satım yapacağı hakkında bilgi verir. Böylece finansal aracının piyasadaki oluşan fiyatı, temel analizi hesaplanan gerçek fiyattan daha yüksek ise satış, gerçek fiyattan daha düşük ise alım işareti verir. Diğer taraftan teknik analiz ile menkul kıymetin fiyatı hangi yönde olduğunu tahmin ederek alım ya da satım zamanlamasını belirler (Konuralp, 2005;105).

1.9.1.1. Temel analiz

Finansal araçların önemli değerlendirme yöntemlerinden biri de temel analizdir. Temel analiz pay senetler ve tahvillerin gerçek değerini bulmaya çalışan bir yöntem olarak pay senedinin ve tahvil fiyatını belirleyen karlılık, likidite, sermaye yapısı, üretim, teknolojik durum, pazar yapısı yönetimi kalitesi, rekabet gücü ve makroekonomik gelişmeler çerçevesinde değerlendirmede bulunur. Değerlendirme sonucunda piyasadaki oluşan fiyatın altında ise satışı, fiyatın üstünde ise satın alması uygun görülmemektedir (Berk, 2010; 62).

Temel analizde iki yaklaşım bulunur. Birincisi yukardan aşağı doğru inceleyen yaklaşım, ikincisi aşağıdan yukarıya inceleyen yaklaşımdır. Yukardan aşağıya incelerken, ilk önce ekonomiye ilişkin analiz, sonra endüstri analizi ve daha sonra ise şirket analizi yapılmaktadır. Aşağıdan yukarıya yaklaşımında ise; şirket analizi, endüstri analizi ve ekonomi analizi yapılmaktadır. Bu çalışmada yukarıdan aşağıya yaklaşım ile aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

Ekonomi analizi yapılırken hem ülke ekonomisi hem de diğer ülke ekonomileri incelenir. Bunun amacı hangi ekonomilerde ne tür yatırım kararı verileceği hakkında bilgi edinmektir. Makroekonomik değişkenler incelenirken başlıca GSYH, işsizlik oranı, enflasyon oranı, faiz oranı, bütçe açıkları ve beklentiler incelenmektedir. Bunun yanı sıra bu analizde ekonometri modellerinden de yararlanılabilir. Ancak analizin teknik bilgi gereksinimleri ve maliyet yaratmasından dolayı küçük, orta ölçekli şirketler ve bireyler tarafından kullanılması oldukça zor iken devlet kurumları ve büyük şirketler tarafından kolayca kullanılabilir bir yöntemdir (Konuralp, 2005; 110-114).

Ekonomik analiz sonrasında ilgili sektör analizi yapılmaktadır. Bu aşamada sektörde benzer üretim yapan, benzer girdi sağlayan, benzer üretim teknoloji kullanan, piyasada ikame ürün üreten, bu alanda sermaye ve iş gücü kullanan üretici ya da ticari birimlerin analizi yapılır. Yatırımcıların amacı büyüyen ve gelişmeyi sürdüren firmaları tesbit etmek ise bazı önemli göstergeleri ile değerlendirmede bulunurlar. Bu göstergeler; geçmişteki satış ve kârlar, süreklilik, rekabet koşulları, iş gücü durumu, hükümet politikaları ve sektörün fiyat / kazanç oranıdır (Berk, 2010; 64-65).

Şirket analizinde CEO ve yönetim kadrosunun profillerinin incelenmesi, finansal tabloların analizi, denetim kurumlarının çıkardıkları raporların incelenmesi, yıllık faaliyetler raporlarının incelenmesi ve gelecekte faaliyet planlarının, satış, kar, nakit akımı analizi, şirketin pay pazarı ve rekabet gücü gibi incelenmesi söz konusudur.

1.9.1.2. Teknik analizi

Diğer bir analiz yönetimi ise teknik analizdir. Teknik analizde geçmiş fiyat hareketleri ile gelecekte oluşabilecek fiyat tahminleri yapılır. Teknik analizde birçok siyasi, ekonomi olaylar, piyasadaki haberler, şirketin yaptığı faaliyetlerinin tümü direk veya dolaylı bir şekilde fiyatları etkileyen olayların trende yansıtıldı bilinmektedir. Böylece bu yöntemle gelecekteki fiyatların ne olacağı hakkında tahminde bulunulur.

Teknik analiz insanların yapmış oldukları hatalar gelecekte devam edeceği varsayımına dayanarak fiyatlar tahmin edilmektedir. Fiyat tahminlerinde grafikler, trendler, göstergeler ve formasyonlardan yararlanılmaktadır. Bu analiz yönteminde arz ve talep etkileşimi, arz ve taleplerinin rasyonel olan ve rasyonel olmayan faktörlerden etkilenmesi,

fiyatlar küçük dalgalanmalarının yanı sıra trendler halinde olması, arz ve talebin değişmesi sonucu trendin değişmesine neden olurken grafiklere de yansımaları, bazı grafiklerin tekrarında fiyat tahminlerinden yararlanılması varsayımlarına dayanmaktadır (Aksoy, Tanrıöven, 2014; 598).

Temel analiz mi yoksa teknik analiz mi daha isabetli tahminde bulunabilir sorusunda günümüzde akademisyenler tarafından tartışılmaktadır. Ancak iki analiz bileşimi de kullanılabilir.

1.9.2. Tahvilin Değerlendirmesi

Hisse senedi değerlendirmesinde ne yapılyorsa tahvil değerlemesi aynı şekilde yapılabilir. Sabit getiri menkul kıymet olan tahvil yatırımcısının yatırım değerinin üzerinden sabit getiri ve ana parasını alacaktır. Yatırımcı tahvile yatırırken piyasa koşulları ne durumda ise tahvil yatırımcısı kabul ettiği getiri ile gelecekteki piyasa koşullarının değişmesi ile sabit kalacaktır (Ercan ve Ban, 2014;102).

Her bir finansal aracın fiyatı o finansal aracın gelecekteki nakit akışının bugünkü değeridir. Dolayısıyla fiyat belirlemede ilk olarak nakit akım beklentisinin tahmini daha sonra uygun getiri tahmini yapılması gerekir (Fabozzi, 1996;18). Tahvil fiyatı ya da tahvil değeri gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine indirgenmiş uygun iskonto oranı ile bulunur. Tahvil değeri aşağıdaki formül ile hesaplanır.

$$TD = \sum_{t=1}^n \frac{A}{(1+i)^t} + \frac{I}{(1+i)^n} \quad (1.1)$$

TD= Tahvil Değeri, n = Vade, t = Dönem, A= Ana para, İ = İskonto oranı,

İskonto oranı piyasa faiz oranı ya da yatırımcının getiri beklenti oranı olarak kullanılabilir. Genellikle tahvilin üç tür değeri bulunmaktadır. Birincisi tahvil üzerinde yazılan olan tahvilin nominal değeri, ikincisi tahvile yatırımcının ödediği tahvil ihraç değeri ve üçüncüsü ise tahvilin ikincil piyasada oluşan tahvilin piyasa değeridir (Ercan ve Ban, 2014;102).

Piyasa faiz oranı ile tahvil değeri arasında doğrusal olmayan ters yönlü bir ilişki vardır. Piyasa faiz oranı yükselince tahvil fiyatı düşer, piyasa faiz oranı düştüğünde ise tahvil fiyatı yükselir. Piyasa faiz oranı tahvil faiz oranından daha yüksek seviyede ise tahvilin değeri düşer, piyasa faiz oranı tahvil faiz oranından daha düşük seviyede ise tahvilin değeri yükselir. Piyasa faiz oranı tahvil faiz oranı ile aynı seviyede ise bu durumda vade sonu yaklaştıkça tahvilin değeri nominal değerine yaklaşır ve vade sonunda eşitlenir. Dolayısıyla elinde tahvil bulunduran yatırımcı piyasa faiz oranının düşmesini ve elindeki tahvili satarak hem faiz kazancı hem de sermaye kazancı elde etmeyi istemektedir. Bunun tersi durumda ise tahvil elinde bulundurmayan yatırımcı piyasa faiz oranının yükselmesini ve böylece tahvili daha düşük değerden satın almayı; faiz oranları düştüğünde ise hem faiz kazancı elde etmeyi hemde piyasa faiz oranı düştüğünde sermaye kazancı da elde etmeyi ister. Tahvil yatırımcıları piyasa faiz oranı düştüğünde elindeki tahvili satarak ve piyasa faiz oranı yükseldiğinde (tahvil fiyatı düşerken) tahvil alarak sermaye kazancı edebilir (Aksoy, Tanrıöven, 2014; 513).

Tahvil fiyatındaki değişiklikler tahvilin nominal değeri, kupon faizi ve vadesi diğer faktörlerden de etkilenmektedir. Uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarındaki değişimleri kısa vadeli tahvillerin faiz oranlarındaki değişimlerinden daha çoktur. Dolayısıyla uzun vadeli tahvillerde yüksek faiz beklenirken kısa vadeli tahvillerde düşük faiz beklenmektedir.

1.9.3. Tahvillerin Süresi

1938'de, ekonomist Frederick Macaulay, tahvillerin fiyat dalgalanmasının belirlenmesinin bir yolu olarak süreyi önerdi. ‘Macaulay süresi’ artık en yaygın süre ölçümüdür. 1970'lere kadar, az sayıda kişi faiz oranlarının görece istikrarından dolayı süre konusuna dikkati çekmiştir. Ancak Faiz oranları önemli ölçüde artmaya başladığında, yatırımcılar sabit gelir yatırımlarının fiyat dalgalanmalarını değerlendirmelerine yardımcı olacak bir araca gereksinim duymuşlardır. Bu dönemde, değişen kupon ödemesi ihraç edilen tahvil fiyatlarındaki değişimin daha kesin bir şekilde hesaplanmasını sağlayan “değiştirilmiş süre” kavramı ve 1980'lerin ortalarında, faiz oranları düşmeye başladıkça, birkaç yatırım bankası “opsiyona göre ayarlanmış süre” kavramını kullanıma önerildi.

Tahvil piyasasının faiz oranlarındaki değişimler sonucunda tahvil likiditesinin potansiyel kazanç ya da kayıplarını ortaya çıkarırken, kazançları ya da kayıpları birbiri ile

eşit olana kadarki süreyi tahvil süresi olarak adlandırmaktadır (Ercan ve Ban, 2014; 109). Durasyon aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot Ct}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{Ct}{(1+r)^t}} \quad (1.2)$$

C = Ana para ve kupon faiz oranı

t = Süre

r = Piyasadaki faiz oranı

Yukarıdaki oranın üst kısmı tahvil değerini gösterirken, alt kısmı ise tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin toplamıdır. Kupon faizi olmayan tahvillerin süresi, vadesi ile eşittir. Ancak kuponlu faizli tahvillerde her zaman tahvil süresi tahvil vadesinden daha kısadır ve faiz oranı artışı ile nakit akışlarının büyük kısmı daha kısa zamanda elde edileceğinden, süre ile vade arasında ters bir ilişki oluşturur (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; 516).

Tahvil değerlemesinde iki tahvilin vade ve nominal değeri aynı ise kupon faiz oranı yüksek olan tahvil seçilir. Eğer nominal değeri ve kupon faiz oranı aynı ise vadesi kısa olan tahvil seçilir. Vadeleri ve kupon faizleri aynı değilse bu durumda tahvil süresi hesaplanır. Tahvil süresi daha kısa olan seçilir (Ercan ve Ban, 2014; 109). Vadeye kadar verim ile süre arasında ters bir ilişki bulunmaktadır.

1.10. Tahvil ve Kredi Derecelendirme

Kredi derecelendirme kuruluşları, fon talep eden birimlerin finansal borçlarını yerine getirme olasılığını ölçer. Finansal borçların, anaparanın ve faizin ne derecede güvenle geri ödenebileceği hakkında özel bilgi verir. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının, piyasada oluşan asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasında önemli bir fonksiyonu bulunmaktadır.

İngilizcesi rating (kredi notu) olarak adlandırılan ve tarihi 1836-1841 yıllarından Amerika'da firmalar borçlarını ödeyemez hale gelmelerine kadar uzanmakta olup Lewiz

Tappan tarafından kredi derecelendirilmesi başlatılmıştır. Bu ortamda kredi verilirken belirli kriterlere gereksinim duyulmuştur. Daha sonra 1900’de Johon Moody şirketi tarafından ‘‘Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities’’ yatırım tercihlerini yönlendiren el kitabı yayınlanmıştır. Moody şirketinin ilk defa firma borcu üzerine derecelendirme yapmış olması 1909 yılında gerçekleşmiştir. Derecelendirmede en yüksek kaliteli borca A harfi, orta kaliteli borca B ve en düşük kaliteli borca C harfi verilmiştir. 1913’de Moody şirketi, şirketlerin performansını değerlendiren bir şirket olarak piyasada rol üstlenmiştir. 1924’de ise bugün derecelendirmede kullanılan üç harfli skalasını piyasaya sunmuş olup finansal piyasalarda kullanılmaktadır. Ancak Derecelendirme kuruluşları resmîleştikten sonra ABD finansal piyasasında önemli etkiye sahip olmuştur. Daha sonra 1941’de Daff ve Phelps Standart&Poor’s firmasını kurmuş olup faaliyete başlamıştır (Tutar ve Diğerleri, 2011; 3).

Finansal piyasaların, fon fazlası olanların fonlarını değerlendirmek için fon talebinde bulunan birimlere yönlendirmesi gerekmektedir. Ancak fon fazlası olanlar fon talebinde bulunanların riskleri hakkındaki bilgileri eksik kalmaktadır. Fon fazlası olanların bilgisi ile fon fazlası olanların arasında bir dengesizlik bulunmaktadır. Doğal olarak fon fazlası olanların kendi kuruluşları hakkında fon talep edenlere karşı daha az bilgileri bulunmaktadır. Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalarda devreye girmesi iki kuruluş arasında fon akışı hakkında ön uyarı görevi üstlenir.

Kredi derecelendirme kuruluşları önemli bilgileri finansal kaynak ihtiyacı olanlardan toplayıp değerlendirdikten sonra yatırımcılara sunar. 1970’lerden önce yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarına abone olup yatırım yapacak şirketlerin finansal kaynaklarını değerlendiriliyordu. Söz konusu olan kuruluşlar gelirlerini yatırımcıların ödedikleri abonelerden elde ediyordu. Ancak bugüne geldiğimizde önemli finansal kaynak ihtiyacı olanlardan elde etmektedir. Buda kredi derecelendirirken notlarını yükseltmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla bu kuruluşların kredi derecelendirmede tarafsız olmaları şüphe doğurur (Camanho ve Diğerleri, 2012; 2).

Genellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme kriterlerinin ortak yönü ele alındığında başta ülkenin geliri gelmektedir. Ülkenin gelirini gösteren GSYH ; büyüme trendi, içindeki ihracat ve bütçe açığının payı, ihracat kompozisyonu içindeki mal gruplarının oranı gibi temel göstergelerden oluşturmaktadır. Likidite göstergeleri ise para

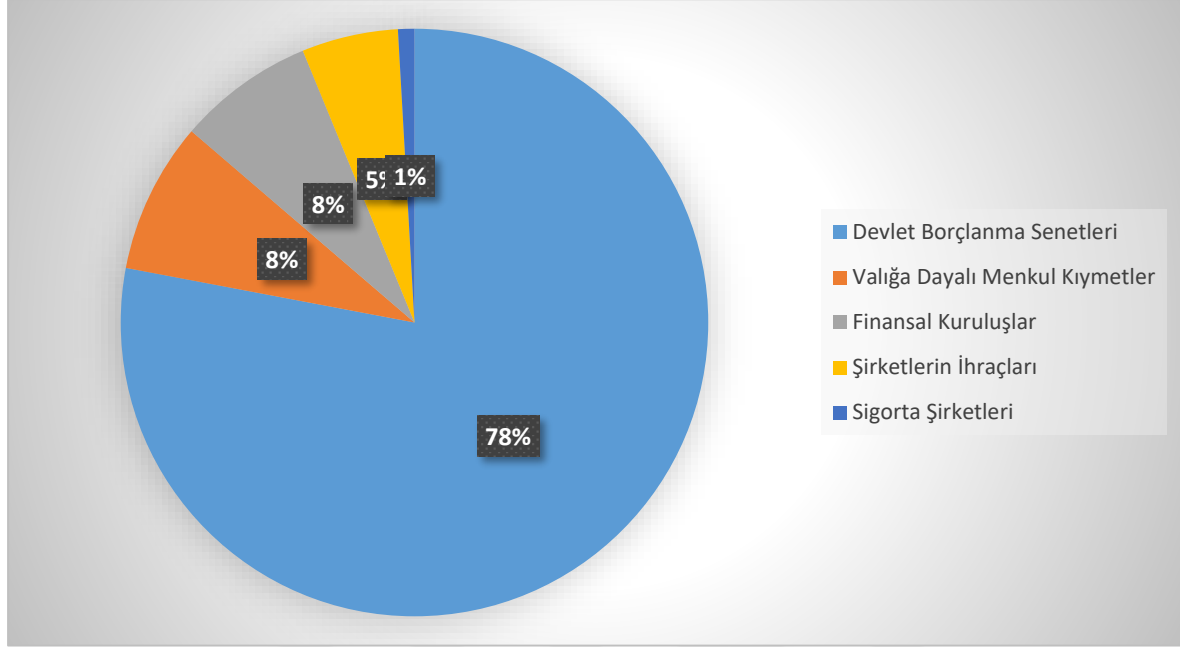
arzu, enflasyon, merkez bankasının izlediği para politikası, döviz kuru, “International Monetary Fund” kısaltması “IMF” rezervleri, altın rezervleri hariç uluslararası rezervlerinin toplamını kapsamaktadır. Ayrıca ülkenin krize girme potansiyelini ölçerken, başta ülkenin dış piyasada oluşan borçlarının toplamı, bu borçların içindeki ihracat geliri ve ithalat payı ayrıca değerlendirilir. Ülkenin borçlarda oluşan anapara ve faizleri ise ülke içi değerlerine göre oranlanarak ele alınmaktadır. Siyasi risk ise, medyada gündemi oluşturan değerlerle ölçülür. Bu kriterin doğruluk oranı nispeten diğer kriterlere göre yüksek olup finansal piyasada daha yüksek etkiye sahiptir. Ayrıca yeni bir yöntem olarak kullanılan BERİ Indexi’dir. Bu Index politik risk, ekonomik risk ve finansal riski bir araya getirerek puanlama sistemi ile değerlendirmektedir. 100 notlu bir sistem olarak 55 notu altında alan ülkeler yüksek riskli, 40’ın altında ise yatırım yapılamaz tavsiyesini vermektedir. Tahvil piyasası ile ilgili değerlendirmede, yatırımcıların tahvil ihraç edilecek piyasanın şartlarını, swap işlemi yapılabilirliğini, yatırımcıların yatırım yapacağı ülkelere bakış açılarını dikkate alınır. Ayrıca bu piyasanın hangi para birimini kullanacağı hakkında ülkenin rezervlerini, kısa vadeli nakit girişlerini ve kur dövizinden kaynaklanabilecek gelirlerini de dikkate almaktadır. Bu riskleri türev piyasasında ilgili tüm riskleri korunmaları gerekmektedir. Böylece riskleri oldukça indirmiş olur (Çalışkan, 2002; 62).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsız, tarafsız, güvenilir ve şeffaf bir şekilde değerlendirme yapması gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, kullandıkları derece ve semboller ulusal ve uluslararası piyasada yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olması gerekmektedir.

1.10.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Birinci dünya savaşı sonrası uluslararası piyasada oluşan sermaye akımının düzensizliği ikinci dünya savaşı sonrası ortaya çıkan Euro dolar piyasası ve OPEC karteli sermaye dağılımı için yeni arayış içerisine girilmiştir. 1970 itibarıyla coğrafi ve hacim olarak finansal piyasaların genişlemiş ve bunun sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı artmıştır. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşları için yasal düzenlemelere gereksinim duyulmuştur. ABD’de Menkul Kıymet Borsa Komisyonu tarafından “Ulusal Kabul Görmüş İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları” kısaltması “NRSRO” piyasada kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğini, giriş ve çıkışlarını düzenlemek amacıyla isimlendirilmiştir (Haspolat, 2015; 13). A.M. Best, DBRS, EJRB, Fitch, HR Ratings, JCR,

KBRA, Moody's, Morningstars ve S&P gibi kredi derecelendirme kuruluşları bulunmaktadır.



Kaynak: SEC, <https://www.sec.gov/>, (26.12.2017)

Şekil 1.1. Derecelendirme kuruluşların dağılımı (2015)

Şekil 1.1'e baktığımızda birinci sırada %77.9 devletlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin oranı, diğer kurumlara göre daha yüksek orana sahiptir. Buda muhtemelen devletlerin yüksek miktarda devlet tahvilleri ihraç etmiş olmalarından olabilir. Diğer kalan miktar ise diğer finansal araçların ihracı ile gerçekleşmiş olabilir. İkinci sırada %8.3 varlığa dayalı menkul kıymetler, üçüncü sırada %8 finansal kuruluşlar, dördüncü sırada %5.3 şirketlerin ihraç ettikleri ve beşinci sırada %1 ise sigorta şirketler yer almaktadır.

Standart & Poor's, Moody's ve Fitch dünyanın en önemli kredi derecelendirme kuruluşları olarak küresel kapsamda %95 kredi derecelendirme piyasasına sahiptir. Ayrıca %97 ile ABD kredi derecelendirme piyasasında hâkimiyet kurmuştur. Aşağıdaki başlıklar altında bu kuruluşlar tanımlanacaktır.

1.10.1.1. Standart & Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Standart & Poor's tarihi Henry Varnum Poor yatırımcılar için ABD demiryolu sektöründe yatırımcı rehberinin yayınlanmasına kadar uzanmaktadır. 1888'de James H.

McGraw American Journal of Railway Appliances'ı satın almıştır. Bu yayında en güncel demiryolu enstitüsü haberleri yayınlanmaktaydı. 1897 ise John H. Hill, American Machinist yayınına tam olarak ilgi duyması ile 1917'de James H. McGraw ve John H. Hill, şirketlerini birleştirmiştir. 1923 Standard Statistics Co., ipotek tahvillerini derecelendirmeye başlamıştır. Bu derecelendirmeler, yatırımcılara tahvil piyasasında gerekli kararları almalarına imkân tanıyan önemli bilgiler verir. 1941'de Standard Statistics Co. ve Poor's Publishing Co. birleşerek Standard & Poor's formunu oluşturmuştur. Standard & Poor's birleşmesiyle finansal bilgi hizmetleri alanında en önemli oyuncularından biri haline gelmiştir. 1953 McGraw-Hill, Warren C. Platt'ın yayın girişimini satın almıştır. 1909'da kurulan bu günlük piyasa güncellemesi, petrol piyasasındaki fiyat hareketleri ve gelişmeler hakkında önemli bilgiler sağlamıştır. 1957'de S & P 500 Hisse Senedi Endeksi tanıtıldı. Hisse senedi fiyatlarının genel seviyesinin bir ölçüsü olarak kullanılan bu önemli indeks yatırımcıların kararlarını araştırma ve verilere dayandırmasına olanak tanımaktadır. 1966'da Standard & Poor's, McGraw-Hill tarafından satın alınmıştır. Zamanla Capital IQ, CRISIL ve SNL şirketlerini de satın almış ve S&P Dow Jones girişimde bulunmuş, 2016'da ise McGraw Hill Financial, S & P Global olmuştur (SPGLOBAL, 2017).

1.10.1.2. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Joon Moody's tarafından 1900 yılında pazarın ihtiyaçlarını değerlendiren sanayi menkul kıymetler ve diğer menkul kıymetler hakkında el kitabı yayını kurmuştur. Ancak 1909'da borsanın çöküşü ile şirket yeterli miktarda ayakta kalabilecek gelire sahip olmadığından ve yayın kuruluşunu satmak zorunda kalmıştır. Ancak John Moody, 1909'da finansal piyasaya yeni bir fikirle dönerek, sermaye ve yönetimi hakkında basitçe bilgi toplamak yerine, yatırımcılara güvenlik değerleri ile ilgili analizini sunmayı amaçlamıştır. 1800'lerin sonlarından beri kredi raporlama firmaları tarafından kullanılan ticaret ve kredi derecelendirme sisteminden alınan harf derecelendirme sembollerini kullanarak sonuçlarını belirlemiştir. 1913'te analiz şirketleri alanını genişleterek sanayi şirketleri ve kamu hizmetleri şirketleri için değerlendirmesini başlatmıştır. O zamana kadar, "Moody's notları" tahvil piyasasında bir faktör haline gelmiştir. 1 Temmuz 1914'te Moody's Yatırımcı Hizmetleri kurulmuştur. Aynı yıl, Moody, derecelendirme teminatını, ABD şehirleri ve diğer belediyeler tarafından tahsis edilen tahvillerle genişletmeye başlamıştır. 1924 yılına gelindiğinde, Moody's notları ABD tahvil piyasasının yaklaşık yüzde 100'ünü kapladığı görülmüştür. Buhan döneminde yüksek oranda riskli tahvil sayısı artmış ancak Moody's bu

dönemde az sayıda riskli tahvil değerlemelerinde bulunmuştur. 1970'lerde Moody's notları ticari kağıt pazarında ve banka mevduatlarında da genişletilmiştir. 1970'li yıllarda Moody's'in de bulunduğu büyük derecelendirme kuruluşları derecelendirme hizmetleri için ihraççıların yanı sıra yatırımcılara da uygulamaya başladı (Moody's, 2017).

1.10.1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu

1913'de Jown Knowles Fitch tarafından New York'ta kurulmuş ve yatırımcılar için finansal istatistiksel üzerine kitaplar yayınlamıştır. 1924 ise hizmetini genişleterek derecelendirme kapsamında kredi notları vermeye başlamıştır. Verilen kredi notları diğer kredi derecelendirme kuruluşlarına örnek olup kullanılmaya başlanmıştır. Fitch diğer büyük kredi derecelendirme kuruluşları gibi birçok sektörde faaliyette bulunmaktadır. 1975'de NRSRO statüsüne girmiştir. 1998'de Londra'da İBCA ile birleşmiş olup ABD ve Avrupa piyasasında önemli bir pozisyona sahip olmuştur. Bugün ise dünyada üçüncü şirket olarak faaliyet göstermektedir (Haspolat, 2015; 22).

Yukardaki açıklanan kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları kredi derecelendirme harf notları farklılık göstermektedir. Aşağıdaki tabloda söz konusu olan kuruluşların harf notları yer almaktadır. Kuruluşların verdikleri notlar yüksek ise değerlemede bulundukları şirketlerinin riski düşük, tersi ise durumda ise yüksek riske sahiptir. Derecelendirme notu ile risk arasında ters bir ilişki bulunmaktadır.

1.10.1.4. Özel Sektör Tahvil Derecelendirmesi

Tahvil yoluyla fon sağlayan şirketlerin anapara ve faiz geri ödeme gücünü ölçen kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcının ne kadar risk üstlendiğini göstermektedir. Dolayısıyla hem ihraççı açısından hem yatırımcı açısından önemlilik arz etmektedir. Buna göre tahvil ihraç eden şirketin mali durumu ve borçlanma kalitesini değerlendirmek için birçok teknik yöntem kullanılabilir (Şirvan, 2004;6).

Her ülkenin ekonomik yapısı ve gelişimi, politikası, hukuk düzenlemeleri ve muhasebe yönteminin farklılık göstermesi, tahvil ihraç eden devletler ve şirketlere ekonomik, politik ve sektörün riski oluşturmaktadır.

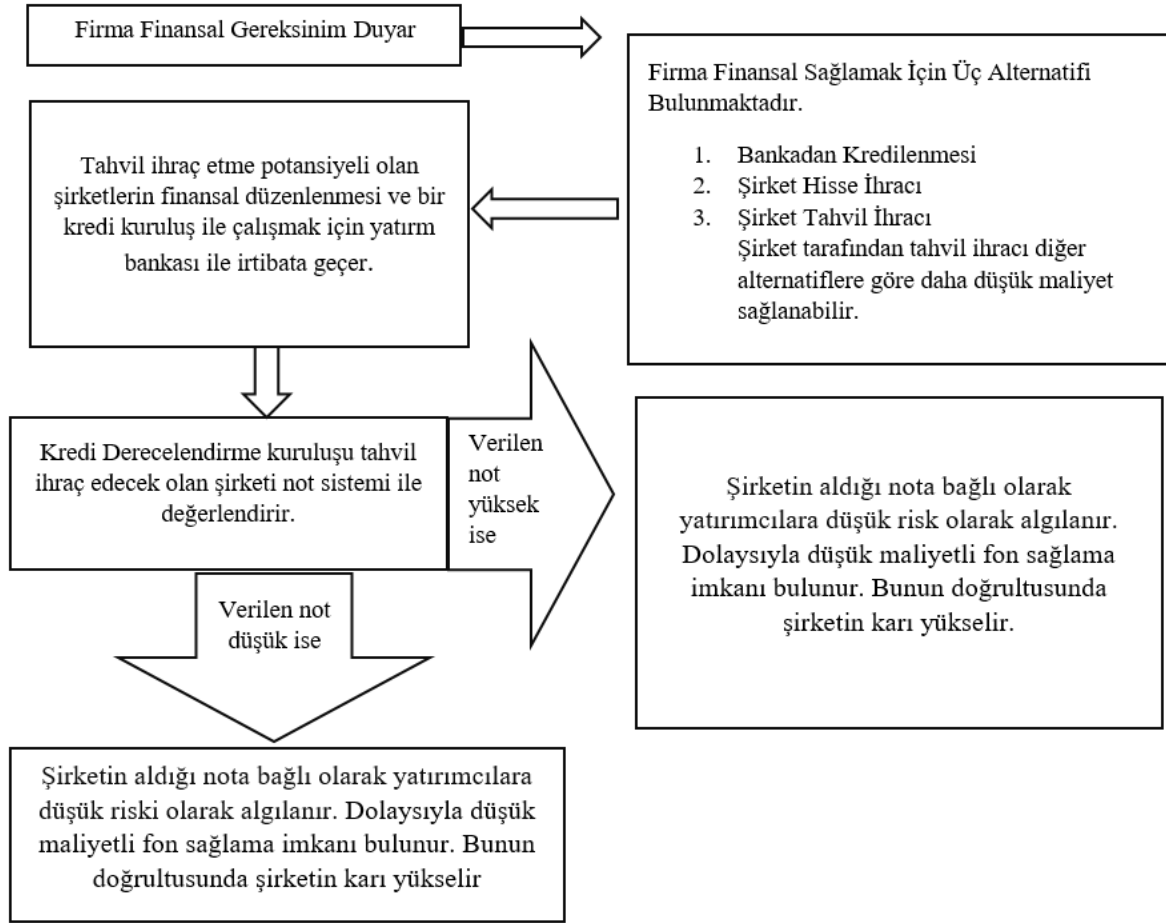
Derecelendirme işleminde belirli bir harf, sayı ve semboller kullanılmaktadır. Derecelendirme türleri farklı boyutta sınıflandırılabilir. Vadesine göre sınıflama yapıldığında kısa dönem ve uzun dönem alt sınıf olarak tanımlanabilir. Para birim cinsine göre sınıflama yapıldığında; uluslararası yabancı para birimi cinsinden, uluslararası ulusal para birimi cinsinden ve ulusal para birimi cinsinden üç kategoride sınıflandırılabilir. Derecelendirme türüne göre ise ülke derecelendirmesi, kurumsal derecelendirmesi, ihraç derecelendirmesi ve proje derecelendirmesi olarak dört kategoride sınıflandırılabilir. Derecelendirme yapan kuruma göre ise içsel ve dışsal derecelendirme olarak ikiye ayrılabilir (Akçayır ve Yıldız, 2014;4).

Şirketlerin gelecekteki mali durumunu sağlıklı değerlendirmek için şirketin bulunduğu faaliyetlerin incelenmesi gerekmektedir. Şirket aynı zamanda birçok sektörde faaliyette bulunuyorsa her sektör ayrı değerlendirilir. Bunun yanında ülkedeki teknolojik gelişmeler, hukuki düzenlemeler ve maliyet faktörleri gibi tahvil ihraç eden şirketin kredi notunu etkileyebilir. Ayrıca şirket yönetiminin tuttuğu büyüme stratejiler, piyasada oluşan pazar payı ve uygulanan muhasebe teknikleri bir diğer etkenlerdir (Şirvan, 2004;7).

Bir şirketin derecelendirme kararı kurulca alındıktan sonra kredi derecelendirme notu açıklanıncaya kadarki zaman derecelendirme sürecini kapsar. Genellikle derecelendirme kuruluşu tarafından baş analist, yardımcı analist ve yardımcı personel kadrosu şirketi incelemeye başlar. İnceleme sürecinde makroekonomiye, şirketin finansal durumuna, faaliyetleri, faaliyette bulunduğu sektöre, gelecekle ilgili faaliyetleri ve programlarına, muhasebe tekniklerine yoğunlaşarak belirli teknik, metot ve yönetimlerle analiz edilir. Daha önce şirketin ihraç ettiği tahvilleri varsa o dönemdeki planladığı programları inceleyip ne ölçüde gerçekleştiğini araştırır (Halıcı, 2005;88).

Kredi derecelendirme sisteminin şirketlere not verme hakkındaki işleyiş mekanizması aşağıdaki çizelgede yer almaktadır.

Çizelge 1.1. Firmalarının derecelendirme sisteminin işleyiş mekanizması



Kaynak: (Karaca, 2005; S.5)

Yukarıdaki çizelgede şirketlerin derecelendirme kuruluşları ile ilişki süreci sonucunda şirkete kar veya zarar oluşturabilir. Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı ve önemlilik derecesi artmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları tahvil ihraç eden şirketlerin sağladığı bazı avantajları bulunmaktadır. Bunlar;

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notları yatırımcılar tarafından olumlu değerlendirildiği takdirde tahvil ihraç eden şirketlerin borçlanması genişlemektedir.
- Piyasada küçük ve orta ölçekli şirketlere borçlanma imkânı sağlar.
- Şirketin borçlanma maliyetini düşürme imkânı sağlar.
- Şirketlerin yönetim sisteminin gelişimini teşvik eder, otokontrol yapısını geliştirir ve etkinliğini artırır.

- Şirketin mali ve mali olmayan yapısı hakkında ulusal ve uluslararası çevreye bilgi verir (Şirvan, 2004; 8).

Diğer taraftan ise kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar yatırımcılar açısından değerlendirilirken;

- Yatırımcılar yatırımda üstlendiği risklerini, sembollerin kullanması ile daha kolay anlayabilir.
- Yatırımcıların yapamayacağı analizler derecelendirme ile basite indirgenir
- Yatırımcılara alternatif yatırım fırsatlarında kıyaslama imkanı ve üstleneceği riskin derecesi hakkında bilgi verir.
- İkincil piyasaların gelişimine katkı sağlar.
- Sürekli olarak şirketlerin finansal yapısı ve kalitesi incelenir (Şirvan, 2004; 8).

Türkiye’de SPK tarafından ihraççı şirketleri değerlendirmesi için yetkilendirilmiş 8 kuruluş bulunmaktadır. Bunlar arasında Dünya’nın en büyük Standart and Poors, Moody’s ve Fitch gibi üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları da faaliyetlerini sürdürmektedir (SPK, 2018). Bu çalışmada ilgili uluslararası derecelendirme kuruluşunun uzun dönem kredi derecelendirme not sistemi aşağıda yer almaktadır.

Çizelge 1.2. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından uzun dönem kredi notları

Sınıflama	Moody's	S&P	Fitch
En Yüksek Dereceli	Aaa	AAA	AAA
Yüksek Dereceli	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Üst Orta Sınıf	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Alt Orta Sınıf	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Yatırım Yapılamaz	Ba1	BB+	BB+
Spekülatif	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Çok spekülatif	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Önemli Riskler	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Son Derece Spekülatif	Ca	CC	CC
			C
İyileşmeye Beklenen İflasa Yakın		SD	RD
İflas	C	D	D
			D
			DDD

Kaynak: Countryeconomy, <https://countryeconomy.com/ratings>, (27,12,2017)

Kredi derecelendirme kuruluşları farklı metodolojilerden yararlanarak not sistemini değerlendirirler. Dolayısıyla kuruluşların ülkelere ve şirketlere verdikleri notlar birbiriyle farklılık göstermesine rağmen yakın bir sınıflama yapmıştır.

Yukarıdaki çizelgeyi genel olarak değerlendirdiğimizde Moody's tahvil sınıflamasında en düşük riskler AAA ya da Aaa harfleri ile kodlanmışlar. En yüksek dereceli, yüksek dereceli, üst orta sınıf ve alt orta sınıflarda yatırım yapılabilir sinyali verirken daha düşük sınıflanmalarda risk ve düşük risk üstlendikleri için yatırım yapılamaz sinyali vermektedir. Şirket kredi derecelendirme kuruluşlarından düşük not aldığı durumda,

yüksek faiz ödemeli tahvil ihraç etmek zorunda kalırken, yüksek not aldığı durumda ise şirket ise düşük faiz ile tahvil ihraç edebilmektedir.

Çizelge 1.3. G 20 Ülkeleri 2018 kredi notu

Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch
ABD	AA+	Aaa	AAA
Çin	A+	A1	A+
Japon	A+	A1	A
Almanya	AAA	Aaa	AAA
Birleşik Krallık	AA	Aa	AA
AB	AA	Aaa	AAA
Hindistan	BBB-	Baa2	BBB-
İtalya	BBB	Baa3	BBB
Brezilya	BB-	Ba2	BB-
Kanada	AAA	Aaa	AAA
Rusya	BBB-	Ba1	BBB-
Güney Kore	AA	Aa2	AA-
Avustralya	AAA	Aaa	AAA
Meksika	BBB+	A3	BBB+
Endonezya	BBB-	Baa2	BBB
Türkiye	B+	Ba3	BB
Suudi Arabistan	A-	A1	A+
Arjantin	B	B2	B

Kaynak: <https://tradingeconomics.com/country-list/rating?continent=g20>, (2.01.2019).

Çizelgeye bakıldığında genel olarak gelişmiş ülkeler, yüksek seviyede not alırken gelişmekte olan ülkeler ise B harfi ile yükselen notlar almıştır.

1.11. Özel Sektör Tahvilinin İhracı

Şirket tahvilleri başta tezgâh üstü piyasada alınıp satılırdı ve çoğunluğuna finansal kuruluşlar sahipti ve bu kuruluşlar aralarında alıp satmaktaydı. Özel sektör piyasasında hayat sigorta şirketleri, yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul değerlerinin büyük hacimde alım satışları oluşturuyordu. Tezgâh üstü piyasada komisyoncular az sayıda tahvil işlemleri gerçekleştiriyordu. Büyük hacimli işlemlerin borsa da işlem görmesi gerekiyordu (Eugene, 1996; 206).

Piyasada ilk satışa sunulan tahviller birincil piyasayı oluşturur. Uluslararası birincil piyasada işlem belirli fiziksel merkezi olmadan çeşitli iletişim aracıyla yapılmaktadır. İkincil piyasa ise birincil piyasadaki tahvil satışının bitimi ile başlar. Bu piyasa tahvillere likidite kazandırırken vade sonuna kadar alım satım işlemi sunmaktadır. İkincil piyasada alım satım

işlemleri, birincil piyasadaki gibi birçok iletişim aracı ile gerçekleştirilmektedir (Yalçiner, 2012;291).

Devlet tarafından ihraç edilen tahviller, ülkelerin hazine bakanlığı tarafından ihraç edilmekte olup bu ihraçlar piyasayı oluşturmaktadır. İkincil piyasada ise aracı kurumlar vardır, bankalar ve özel finans kuruluşlarının aracı olması ile tahvil alım ve satım yapma imkânı bulunmaktadır. Uluslararası piyasada ise hazine tarafından ihraç edilen tahviller Euro tahviller olarak borsada işlem görmektedir.

Özel sektör tahvillerinin işleyiş mekanizması ulusal ve uluslararası olarak iki boyutta değerlendirilebilir. Ulusal boyutta, ülkede şirketlerin ulusal piyasadan borçlanmak istemesi ile oluşan ulusal mekanizmadır. Uluslararası boyutta ise şirketlerin ülke dışından borçlanmak istemesi ile oluşan uluslararası mekanizmadır. Ancak ulusal piyasada özel sektör, tahvili ülke para birimi cinsinden ihraç ederken uluslararası piyasada bir veya birden fazla yabancı para birim cinsinden finansal sağlama imkânı bulunmaktadır. Bu doğrultuda her ülkenin tahvil piyasası, ekonomik, siyasi, hukuki düzenlemeleri kendine özgü bir yapıya sahip olmasına rağmen, genel olarak piyasanın işleyiş mekanizması birbirleriyle benzerdir. Ulusal birincil tahvil piyasasında ulusal yatırım bankalarından oluşan bir sendikasyonu yüklenim hizmeti ile yerel tahvil ihraççısı yerel para birimi cinsinden tahvil ihraç etme imkânı sağlamaktadır. Ulusal ikincil tahvil piyasası ise ülkelerin sermaye piyasası düzenleyicisi ve denetleyicisi tarafından görevlendiren kuruluşlar vasıtasıyla ya da tezgâh üstü piyasada işlem görmektedir.

Genellikle birden fazla şirket ya da banka bir araya gelip konsorsiyum veya sendikasyon vasıtasıyla belirli bir ücret karşılığında (Genelde %1 - %2.5 arası) işlem yapmaktadır. Tahvil ihracı büyüklüğüne göre birçok finansal kuruluş, sendikasyona katılımı ile işlem yapmaktadır. Genellikle sendikasyon; sendikasyon başkanı, yönetim kurulu, garanti gurubu, satış grubu, ödeyici finansal aracı kurum ve yeddieminden oluşmaktadır (Yalçiner, 2012; 294).

Uluslararası tahvil piyasası iki alt bölümden oluşmaktadır. Biri Euro tahvil piyasası diğeri ise yabancı tahvillerdir. Euro tahvil piyasası uluslararası piyasasının büyük kısmını oluşturur.

Yabancı tahvil piyasası ve ulusal tahvil piyasası işleyiş mekanizması birbiriyle benzerdir. Yabancı tahviller genellikle ihraç eden ülkenin mevzuatına bağlı olarak ihraç edilir. Genellikle banka ve mali kurumlardan oluşan bankalar konsorsiyum yüklem hizmetini görmektedir. Bu kredi sendikasyonları iki sistem ile yabancı tahvilleri satışa sunmaktadır. Birincisi tümünü yüklenim sistemidir. Bu sistemde kredi sendikasyonları yabancı tahvilleri satışa sunmuş olan tahvillerinin geri kalan miktarını kendi hesabına satın alıp portföylerinde yer verir. Sonuç olarak piyasada yabancı tahvillerinin satışı olup olmadığı da tahvil ihraç edenlerin kredilenmesi de kesinleşmiştir. İkinci sistem ise kısmî yüklenim ve çok gayretli sistemdir. Bu sistemde kredi sendikasyonları yabancı tahvillerinin elinden gelen gayreti sarf ederek satış yapmaktadır. Kısmî yüklenim ise yabancı tahvillerin kısmi miktarının satışını taahhüt eder. Bu sistemi birinci sistemden farklı kılan boyut ise satılmayan yabancı tahvillerin satışının taahhüt altına girmemesidir (Seyidoğlu, 2003; 331).

Yabancı tahvillerin piyasa oluşumundan beri kredi sendikasyonlarının yöntemleri gelişmiştir. Bu sistemde bir bankanın öncülüğü ile katılımcıları bulmak, fiyat, faiz, vade gibi unsurların belirlenmesini üstlenmektedir. Bu işlem oldukça zor ve zaman alıcı olmaktadır. Ancak 1980’de dünyada finansal piyasalarda artan belirsizlikler bu sistemin hızını arttırmıştır. Satın alma yöntemi (Bought Deal) adı verilen yöntemde öncü yönetici tarafından belirlendikten sonra ihraççıya sunulur. Tahvil ihraç eden kurum bu koşulları kabul veya ret eder ve kabul ya da ret etmesi durumunda bu süreç bitmiş sayılmaktadır. Bu sistemde tahvil ihracı kurum tarafından tamamen veya kısmen satın alınır. Bu sistem kredi sendikasyonları arasında bir rekabet oluştururken ön teklif fiyatları gibi güvenlik sistemi de geliştirmişlerdir (Seyidoğlu, 2003; 331).

Günümüzde yoğunlukla ikincil piyasalarda uluslararası tahvil piyasa işlemi görmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında üç grup bulunmaktadır. Birincisi yatırımcılarının kendi adına yatırım yapan aracı kurumlar ve brokerler, ikincisi piyasanın fiyat farklılığını sağlayan kendi nam ve hesabına yatırım yapan borsa üyeleri, üçüncüsü ise piyasayı düzenleyen ve uygun fiyatı belirleyen uzman kuruluşlardır. Bu kuruluşlar ise piyasa yapıcılarıdır.

Uluslararası tahvil piyasalarının ikinci piyasasının kurallarını belirleyen “Association Of International Bond Dealers” kısaltması “AIBD” 350’den fazla finansal holding ve kurumdan oluşmaktadır. Bu dernek 1969’da İsviçre Zürih’te kurulmuştur. 1989’da AIBD,

bir işlem eşleştirme, doğrulama ve düzenleyici raporlama sistemi olan TRAX'ı piyasaya sürdürmüş ve 1 Ocak 1992'den itibaren AIBD adını International Securities Market Association "ISMA" "Uluslararası Menkul Kıymetler Pazar Birliği" olarak değiştirmiştir. 1 Temmuz 2005'ten itibaren ISMA ve Uluslararası Birincil Pazar Birliği International Primary Market Association "IPMA" birleşmiştir. Daha sonra ortaklık adını "Uluslararası Sermaye Piyasası Birliği" "ICMA" International Capital Market Association olarak değiştirme yoluna gitmiştir. ICMA şu anda dünya genelinde 60 ülkede 530'dan fazla üyeye sahiptir. ICMA, toptan satış pazarının tüm kesimlerinde üyeleriyle aktif olarak çalışarak, piyasa uygulamalarını ve uluslararası borç sermaye piyasalarının işleyişini etkileyen düzenleyici konulara odaklanmaktadır. (International Capital Market Association, 2018).

Uluslararası ikincil tahvil piyasasında gerçekleştirilen Euroclear ve Cedel isimli iki takas sistemi bulunmaktadır. New York'taki Morgan Guaranty Trust Şirketi'nin Brüksel bürosu "Morgan Guaranty" tarafından Aralık 1968'de Euroclear Sistemini kurmuştur. Bugün, Euroclear grubunda uluslararası tahviller, hisse senetleri, fonlar ve türevleri de dahil olmak üzere geniş bir portföy sınıfları yer almaktadır (Eorucraer, 2018).

Finistör Eligio Cedeño tarafından yönetilen Cedel International Investment LLC "Cedel", Kuzey Amerika, Kanada, Orta ve Güney Amerika'da çok çeşitli iş yatırımları yapmaktadır (Cedel; 2018). 1980'de Euroclear ve Cedel sistemleri bir haberleşme ağ sistemi oluşturarak bir takas merkezi oluşturmuştur. Bu takas merkezi ile işlemlerinin etkinlik ve verimliliğini arttırdığı görülmüştür (Yalçınar, 2012; 292). Euro tahviller birincil piyasası piyasa yerli piyasaya benzemektedir. Yatırım bankaları ihraç fiyatından indirimle (% 2-2.5 oranı) kendi fonları ile alım yapmaktadır. İkincil piyasa ise birincil piyasadaki ihraç edilen tahvillerin alım ve satımı yapılan piyasadır. İkincil piyasa örneği olarak Londra merkezli OTC piyasası alım ve satım fiyatları piyasa yapıcılardan ve komisyoncularından oluşur. ICMA ise ikinci piyasanın düzenleyici kurallarını üstlenmektedir. Euroclear ve Clearstream yoğunlukla kullanılan Euro tahvillerinin takas sistemidir.

Euro tahvil piyasasında, ihraççı ile yatırımcıların bir araya gelmesini sağlayan kuruluş kredi sendikasyonu vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. İlk aşamada lider yönetim grubu ihraç edecek olan kurumlar görüşülür ve bu görüşmede ihraç edilecek Euro tahvilin hacim, vade, kupon, para birimi cinsi vs gibi hakkında bilgi edinilir. Daha sonra Underwriters ile şirketin

tahvil riski minimize edilir. Son olarak, yönetim grubu yatırımcı şirketlerden bir grup organize ederek ihraççıların tahvillerini satmaktadır.

Sendikasyon başkanı, ihraççı ve potansiyel alıcılarla görüşmesi, ihraç şartlarını ihraççı ile görüşmesi, sendikasyon üyelerini belirlemesi ve çalışmalarını yönetmesinden sorumludur. Sendikasyon başkanıyla tahvil ihracında görevli banka veya diğer finansal kuruluşlar bir araya gelerek yönetim grubu oluşturulur. Garantör grup ise tahvil ihraç bedelini garanti eden bir organizasyondur. Garantör grup yönetim grubunda olabileceği gibi yönetim grubun dışında da olabilir. Sayıları ihraç büyüklüğüne göre ve coğrafi dağılımına göre değişebilir. Garantör grubu garantörlükte iki yöntem kullanmaktadır. Bu yöntemler, tam yüklenim ve kısmî yüklenimdir. Satış grubu, yatırımcıya yakın ihraççı arasında bir satış grubu oluşturur ve bundan da risk üstlenmez. Bir diğer kurum ise ödeyici kuruluşlardır. İhraççının ödemesini gerektiren anapara ve faizi üstlenen bir kurumdur. Bu ödemeyi sendikasyon başkanı yapıyor ise ödeyici kuruma gerek duyulmaz. Ödeme işlemini kontrol eden bir diğer kurum ise yeddi emin adıyla sendikasyon görev üstlenmektedir (Yalçiner, 2012; 294).

Dünya tahvil piyasalarının toplam piyasa değeri, dünya hisse senedi piyasalarından yaklaşık%50'den daha fazladır. USD, Euro, Sterlini ve Yen, yerli ve yabancı tahvillerin çoğunluğu işlem gördükleri dört para birimidir.

Özel sektör tahvil piyasalarının etkinliği, güvenilirliği, fiyat tespiti ve bilgi akışını kolay sağlaması için takas ve ödeme sistemine gereksinim duyulur. Özel sektör tahvil piyasası borsalarda listelense de yaygın olarak tezgâhüstü piyasada işlem görmektedir. ABD, Avrupa ülkeleri, İngiltere ve Japonya bir gerçek örneğidir. Bu gelişmiş piyasada borçlanma senetleri farklı vade, süre, kupon ve kredi riskine bağlı olabilir. Tahvil ihraç eden şirketler, piyasadaki mevcut limitler karşılığında tezgâhüstü piyasalarda işlem görerek likiditelerini yükseltme imkânı sağlayabilir (İMF, 2005; 8).

Euro tahvil piyasasında aynı zamanda birden fazla uluslararası merkezi kuruluşlar tarafından ilk tahvil ihracı yapılır. Bu piyasa ülke mevzuatlarına tabi olmamasına rağmen bazı ülkelerde ilk tahvil ihraç öncesi izin alınması gerekmektedir. İkincil piyasası borsada olmayan işlemler komisyoncular tarafından yürütülmektedir.

Euro tahviller vadesi genellikle 5-10 yıllar arası ihraç edilmektedir. Bazıları gelecekle ilgili belirli tarih ve fiyat üzerinden hisse senedine dönüştürme imkânı tanımaktadır. Bazılar hisse senedi alım yapmada rüçhan hakkı tanırken bu hakkı ayrı bir piyasada alım ve satım imkânı vermektedir. Bazen de dolar cinsinden tahvil ihraç edildiğinde bir diğer yabancı para birimi cinsinden ödeme yapılır.

CMA'nın, sermaye artırımını için yeni menkul kıymetlerin çıkarıldığı birincil pazarlardaki çalışmaları, ICMA'nın öncül kuruluşlarından biri olan Uluslararası Birincil Piyasalar Birliği'nin (IPMA) güçlü bir mirasına dayanmaktadır. ICMA'nın misyonu, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınmayı finanse etmek için gerekli olan, iyi işleyen, uluslararası ve küresel çapta tutarlı sınır ötesi borç menkul kıymetleri piyasalarını teşvik etmektir. ICMA, geniş bir üye yelpazesinin ihtiyaçlarına hizmet etmeyi taahhüt eden, İsviçre merkezli bir üye derneğidir. Bunlar arasında özel ve kamu sektörü ihraççıları, finansal aracılar, varlık yöneticileri ve diğer yatırımcılar, sermaye piyasası altyapı sağlayıcıları, merkez bankaları, hukuk firmaları ve diğerleri yer almaktadır. ICMA şu anda 60'tan fazla ülkede 540 üyeye sahiptir. ICMA, toptan ve perakende borç menkul kıymetleri piyasasının tüm kesimlerinden üyeleri bölgesel ve sektörel komiteler aracılığıyla bir araya getirmekte ve uluslararası pazarın işleyişinin tüm yönlerini etkileyen kapsamlı bir dizi düzenleyici ve piyasa uygulamaları konularına odaklanmaktadır. ICMA, öncelikli pazarlara, birincil piyasalara, ikincil piyasalara, repo ve teminat piyasalarına ve yeşil ve sosyal tahvil pazarlarına öncelik vermektedir (ICMA; 2018).

Euro tahvilleri çoğunlukla hamile yazılı tahviller olup işlem görmektedir. Ancak Euro tahvil piyasası likiditesi yüksek olan bir piyasa değildir. Özellikle Avrupa ülkelerinde verimliliği yüksek olması nedeniyle yatırımcılar bu finansal aracı uzun dönem yatırım aracı olarak benimsemektedir.

Borsa da Euro tahvillerinin işlem görmesi için belirli şartlar bulunmamaktadır. Yabancı tahviller ile Euro tahvillerinin işleyiş mekanizması farklıdır. Yabancı tahvil piyasasında yabancı tahvil ihraççısı bulunurken Euro tahvil piyasasında hem yerel hem de yabancı tahvil ihraççısı bulunur. Yabancı tahvillerin ihraç ettiği ülke piyasasında sınırlanırken Euro tahvil piyasası uluslararası piyasada işlem görmektedir. Yabancı tahvillerinin garanti işlemi ülke sendikasyon bankası ile gerçekleşirken Euro tahviller piyasasında uluslararası sendikasyon bankalar vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Yabancı

tahviller ihraç edilen ülke para birimine göre işlem görürken Euro tahvilleri ise yabancı para birim cinsi ile işlem görür. Yabancı tahviller ülkede kullanılan hukuk düzenlemeleri çerçevesinde alım satım yapılırken Euro tahviller ise uluslararası düzenlemeler çerçevesinde alım satım yapılır.

Euro tahvillerinin alım satım işlemi yatırımcılar, brokerler ve borsa dışında bulunan brokerler tarafından yürütülür. Belirli fiyattan anlaşmaya vardıktan sonra onaylamak için her iki taraf içinde ayrıntılı olarak merkezi kuruluşa sunulur. Merkezi kuruluş da anlaşmanın doğruluğunu tespit eder. Herhangi bir tutarsızlık varsa kısa bir sürede çözülmeye çalışılır.

TRAX elektronik sisteminde onaylama işlemi anında olup işlem fiyatını raporlama imkânı sağlar. Ödeme süreci ise Euroclear ve Clearstream iki sistem olarak ABD piyasa dışı tüm Euro tahvil işlemlerinde gerçekleşmektedir. Bunun yanında piyasaların gelişimi sonucunda yerel tahvil ve yabancı tahvillerinin bu sistemlerde işlem görme imkânı da sağlanmıştır.

1.12. Türkiye’de Özel Sektör Tahvil Düzenlemeleri

Türkiye’de özel sektör tahvil piyasası ile ilgili kurumlar tarafından düzenlenen mevzuat başlıklı olarak aşağıda yer almaktadır.

1.12.1. SPK Özel Sektör Tahvil Düzenlemeleri

SPK kanununun amaç kapsamı birincil maddeye göre Türkiye sermaye piyasasının güvenilirliğini, şeffaflığı, adil ve rekabetçi bir ortam kapsamında işleyişini ve gelişimini sağlanması yatırımcıların hak ve menfaattarını korumak amacıyla düzenleme ve denetlemekle faaliyet göstermektedir (SPK, Madde 1). Sermaye piyasası kanununda hüküm bulunmadığı takdirde veya diğer kanunlarda kullanılmayacağı belirtirse genel hükümler geçerlidir (SPK, Madde 2).

Bu kanun çerçevesinde tahvil ile ilgili düzenlemelere değinmektedir. Tahvil ihracının borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. İzahnamede yatırımcının anlaşılabilir ve değerlendirebilir şekilde hazırlanması gerekmektedir. İzahnamede sorumlu olan gerçek kişilerin isim ve görev

bilgileri, tüzel kişiliğinin unvanı, tahvil bilgileri ve özet bölümü dahil belgede düzenlenir. Özet bölümü ihraççının, garantörü varsa garanti nitelikleri, tahvil özellikleri, hak, risk bilgileri özet, açık, kolay bir şekilde anlaşılabilir şekilde hazırlanması gerekmektedir (SPK, Madde 4 ve 5).

Sermaye Piyasası Kurulu izahnamede bulunması gereken asgari bilgiler, garantörlük ve garanti nitelikler, izahnameyi oluşturan belgeler, izahnamenin şekli, kamuya duyurusu ve yayımlaması, ilanı, reklamı, izahnamade daha önce yayılan bilgileri atıfta bulunması, satış şartları, onaylanmış izahnamde değişik yapılan şartları, izahnamde kısmen veya tamamen muafiyet esaslarını belirlemesinde yetkilendirilmiştir. İzahname onaylanması için 10 iş günü süre ile kurulca değerlendirilir. İlk arz edilen izahnameler 20 iş günü süre verilmektedir. İzahnamede gerekli bilgileri veya belgeler eksik ise ihraç sahibi bilgilendirilir ve 10 iş günü süre verilir. İzahname onaylanmazsa bu durum ihraç sahibine gerekçesi ile bilgilendirilir. İzahname onaylandıktan sonra kurulun esas çerçevesinde yayımlanabilir. İzahname nerede yayımlanmışsa Türkiye Ticaret Siciline ilan etmek zorundadır. İzahnamede kuru ve kanoya açıklanan bilgilerde herhangi bir bilgi yatırımcının kararlarını etkileyecekse kurula bildirmesi gerekmektedir. Halka açık olmayan tahvil ihracı, tahvilin niteliği ve satış şartları belirlenmesi ve kurul tarafından belirlenen esas çerçevesine göre hazırlanması gerekmektedir (SPK Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 6, 7, 8, 11).

İhraç edilen tahvilin nakden ve tamamen ödenmesi gerekmekte olup alıcıya teslim edilir. Tahvil ihracı senede bağlamaksızın elektronik ortamda kaydı ihracı esas tanımaktadır. Kaydı tahvillerinin ilişkinin hakları MKK tarafından izlenmektedir (SPK Borçlanma Araçları Tebliği, Madde 12 ve 13).

SPK'nın borçlanma araçlarının tebliğine göre (VII-128.8) seri tebliği (7/6/2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır) tahvil ihraç kararı, genel kurulca ya da genel kurul kararı ile veya esas sözleşmede yer alan yönetim kurul kararı ile alınır. Tahvillerin yurtiçinde halka arzı ve halka arz edilmeksizin veya yurt dışında satışı ve ihracı yapılabilir. Yurt içinde halka arz olmayan satışlar, niteliği en az 100.000 TL nominal değeri ile satış yapılmaktadır. Tahvil ihracı için kurulca belirlenen gerekli belgelerin hazırlanması gerekmektedir. Halka arz satışları kurulca herhangi bir işlem kalmaksızın MKK'ya başvuru yaparak satış işlemini gerçekleştirebilir. Yurtdışındaki borçlanma senetleri kurulun belirlediği esas çerçevesine uyarak satış işlemi gerçekleştirebilir. Tahvil ihracı için kredi

derecelendirme notu esas teşkil eden durumda yılda en az bir kez derecelendirme kuruluşları, faaliyeti ve düzenlemeleri çerçevesinde notlarını güncellemesi gerekmektedir. Yurt içinde ihraç edilen tahvilleri MKK nezdinde kaydedilmesi gerekmektedir. Yurt dışında ihraç edilen tahviller ise ihraççı ve tahvil özellikleri, döviz cinsi, ihraç etmiş olan ülke bilgilerini ihracı takiben 3 iş günde MKK'ya iletir (SPK, Borçlanma Araçları; Madde; 4,5,6,7,8,).

Halka açık olan tahvil ihraç limiti finansal tablodaki öz sermayenin 5 katını aşmaması gerekmektedir. Halka açık olmayan tahvil ihraç limiti öz sermayenin 3 katını aşmaması gerekmektedir. Her iki durumda ortakların konsolide finansal tabloların hazırlanması durumunda ortakların öz sermayesi dikkate alınmaktadır (SPK Borçlanma Araçları Tebliği, Madde; 4,5,6,7,8,).

SPK'nın madde 5'de beşinci fıkrada borçlanma araçlar VII-128,8 seri tebliğ hükümlerine göre planlanmış olan tahvil ihracı asgari ve azami tutarını yetkili organ kararı tarafından kurulca belirlemesi gerekmektedir. Yetkili organın borçlanma aracının hangi borç aracı ile borçlanacağını belirtilmez ise kurulca yalnız tahvil ve finansman bono ihracı için kabul etmektedir. SPK'nın madde 18'e sermaye piyasası mevzuatına göre kayıtlı sermaye sisteminde değiştirebilir tahvil, dönüştürebilir tahvilleri veya türev araçlarının ihraç sonucunda verilen paylar ortakların toplam kayıtlı olduğu sermayeden aşmaması gerekmektedir.

SPK - tahviller ilişkin esaslar

SPK'nın madde 14 borçlanma araçları VII-128,8 seri tebliği hükümlerinin birinci fıkraya göre tahvillere iskontolu, primli veya kupon ödemeli olarak satış hakkı verilmiştir. Ayrıca tahvillerin vade tarihinde nominal değerinin tümünü ödeyebilirken vade sürecinde taksitler şeklinde de ödeme imkânı olduğunu da belirtmiştir. İkinci fıkrasında ise tahvilin ihraç edenler tarafından ödenmesi gereken faiz oranı ve koşulları belirlenir. Bu koşulların kanuni zorunluluklar ve fiili imkânsızlıklar gerekçesi olmadığı süreçte esas değişmemek üzerine kurulmuştur. Ancak yurt içinde halka açık olmayan tahviller yatırımcılar tarafından onayı alındıktan sonra değiştirilebilir. Yurt içinde halka açık olan tahviller kurul tarafından esasları belirlenmek zorundadır. Bu maddenin üçüncü fıkrasında ihraç edilmiş tahvillerin geri alınabilmesi üzerine hak tanımıştır. Ayrıca geri alınmış tahvillerin tekrar satış imkânı bulunurken MKK nezdinde iptal işlemi de yapılabilir. Kurul tarafından bu işlemler için

ihraççı türlerine göre farklı esaslar belirlenir. Dördüncü fıkra da geri alım ve satım işlemlerini ihraççı tarafından internet sitesinde açıklaması gerektiğini belirtmiştir. Beşinci fıkra da ihraççı tarafından eşitsizlik olmaksızın yatırımcılara işlemleri gerçekleştirme zorunluluğu getirmiştir. Aksi takdirde sorumluluğu ihraççıya aittir. Altıncı fıkra da kurul tarafından sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş olan yükümlülüklerini yerine getirmekte ihmal edilmemesi için gereken tedbirler alınması gerekli olduğunu ifade etmiştir. Yedinci fıkra da ise tahvil ihraççıların ülke dışında bu madde de geçen hususlar, ihraç edilmiş tahvillerin, ülke mevzuatı saklı kalma şartıyla, yatırımcılar ve ihraççıların arasında serbestçe belirlenir (SPK, Borçlanma Araçları Tebliği; Madde 14).

SPK - erken itfa edebilir tahviller

SPK Madde 15 borçlanma araçları (VII-128.8) seri tebliğ hükümlerine göre tahviller, ihraççı ve yatırımcının talebine göre erken itfa etme hakkı tanımlamıştır. Ülke sınırlar içerisinde ihraç edilen tahviller erken itfa ile ilgili esaslar izahnamede veya ihraç belgesinde yer alırken, ülke dışına ihraç edilen tahvillerde erken itfa ile ilgili esaslar ihraç edilmiş olan ülkenin mevzuatına mevzuatına bağlı olmak kaydıyla serbestçe belirlenir.

SPK - tahvillere kar pay verilmesi

SPK Madde 16 borçlanma ve araçları (VII-128.8) seri tebliğ birinci fıkrasındaki hükümlerine göre tahviller esas sözleşmelerinde veya özel hükümlerinde tahvillere kâr verileceği belirtilmişse tahvil sahiplerine kâr payı dağıtılabilir. İkinci fıkra da ise tahvil sahiplerine verilecek kâr payı ödemesinde üç yöntem bulunmaktadır. 1. Tahvil faizi öderken ek olarak kardan pay dağıtılabilir. 2. Kâr payı ödenecek faizden daha düşükse sadece kar payı ödenmesi, yüksek ve eşit ise kâr payının ödemesi ile yükümlülüğü vardır. 3. Tahvilde faiz tahmini söz konusu olmadan kâr payı ödemesidir. Üçüncü fıkra da halka açık olan firmalarının esas sözleşmelerinde veya kâr dağıtım politikalarında belirlenmemiş olan, kâr payı miktarını azaltma hakkı yoktur. Dördüncü fıkraya göre tahvil ihraççısı tarafından finansal tablolar da ve kâr payı dağıtım politikasının belirlendiği üzere kâr payı dağıtılır. Beşinci fıkraya göre tahvillerin ihraç ve vade tarihleri dikkat edilmeksizin kâr payı dağıtılması zorunlu olduğunu belirtmiştir.

Madde 4 beşinci fıkrasına göre tahvillere verilecek kar paylarına ilişkin karar kurul düzenlemelerinde saklıdır. Aynı tebliğde Madde 12’de tahvillere verilmiş olan kar payları tahsil edilmediği süreçte 5 sene aşınmış olması durumunda hazineye intikal işlemi yapılacağı belirtilmiştir.

Tahvil - SPK-tahvillerin sermaye piyasası araçlarının satışı

SPK Madde 5 sermaye piyasalarının (II-5.2) satış tebliği birinci fıkarda yetkili kuruluş, ihraççı veya ihraç eden halka arz yoluyla tahvil ile ilgili fiyat tespiti belirlenmiş olduğu kurul düzenlemelerinde saklıdır. İkinci fıkarda ise tahvillerin satışında yatırımcılara karşın tüm yükümlülükleri izahnamede ve satışla ilgili belgelerde belirtmesi gerekmektedir. Buna karşın yatırımcılar belirlediği tüm yükümlülükleri yerine getirmek zorundadır. Üçüncü fıkarda yatırımcıların kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruma amacıyla borsadan, ihraççıdan, satıcıdan gereken tedbirlerin alınmasını isteyebilir. Dördüncü fıkarda borsada işlem gören tahvillerin ihraç edilecek tahviller ve teslimini MKK ‘da yatırımcının adına kayıt olmaktadır. Ayrıca MKK üye niteliğine göre adsızda finansal araçlar çıkarılabilir. Beşinci fıkarda ise yatırımcılar banka yolu ile ödemelerini gerçekleştirebilir.

Söz konusu maddenin beşinci fıkrasında açıklandığı üzere tahviller blokaj yoluyla satışı yapılabilir. Blokaj yoluyla talepte bulunulabilir. Blokaj yolu ile talepte olunan tahvillerde doğabilecek zarardan, yetkili, ihraççı veya halka arz eden sorumludur. Ayrıca blokaj yoluyla talepte bulunacağı miktarı izahnamede belirtilmesi gerekmektedir. Yedinci fıkarda satış işlemi geçici veya sürekli olarak durdurulması kurulca gerekçesini belirledikten sonra durdurulur. Sekizinci fıkarda madde 13 çerçevesinde belirlendiği gibi Merkezi Kayıt Kuruluşu “MKK” nezdinde yatırımcıların hesabına sermaye piyasası araçların geçmesi ile satış tamamlanmış olmaktadır. Dokuzuncu fıkra, kayıt edilmemiş sermaye piyasası araçlarının ilgili ihraç ile ilgili kurul düzenlemesinde yer alır.

Sermaye piyasası kanununda ve Türk ticaret kanununda özel norm-genel norm ilişkilerinin bulunması doğrultusunda sermaye piyasasının kanununda bulunmayan hükümler için Türk Ticaret Kanunun hükümleri kullanılır.

1.12.2. Diğer kurumların özel sektör tahvil düzenlemeleri

Tahvil piyasasının mevzuatı temel olarak SPK ve TTK konuna göre düzeltilmiş ise de Türk Medeni Kanunu ve Belediye Kanunu gibi diğer kanunlarda özel sektör tahvil düzenlemelerinde yer almıştır. Ayrıca İstanbul Borsası, İstanbul Takas ve Saklama Bankası, GVK, DVK, BKK, finansal kuruluşların ve şirketin düzelttikleri mevzuat çerçevesinde özel sektör tahvili işlem görebilir.

Tahvil piyasasındaki genel işleyiş esasları olarak; kotasyon düzenlemeleri, Genel müdürün piyasadaki tahvil işlemini durdurma hakkının olması, işlem görecektarih “KAP”a bildirilmesi, halka arz olmayan tahvillerin düzenlenmiş olan çerçevede belirli nitelikli yatırımcılara satılması konularını kapsamaktadır. Yatırım kuruluşlarında satış işlemlerinin gerçekleşmesi, piyasadaki alıcılar ve satıcıların birbirlerini tanımamaları, fiyat tipi ve getirisi hakkında bilgi verilmektedir. Piyasada saat 9.30 ve 17.30 arasında işlem görülmektedir. Piyasada likit emir ve piyasa emri, iki tip emir olarak kullanılabilir. Uluslararası tahvil piyasasında işlem görecektahviller Hazine tarafından ihraç edilen dış borçlar ve döviz cinsinden olan sermaye araçları düzenleme çerçevesinde işlem görebilir (Borsa İstanbul, 2017; 7,8,9,10, 21).

Türkiye’de belediyeler tarafından tahvil ihraç edilebilir. 5393 numaralı Belediye Kanunu’nda madde 68’de belirttiği gibi gerekli finansmanı karşılamak için izin verilmiştir. 4749 Sayılı kanun hükümleri belediyelere sadece yatırım projelerine fon sağlaması için tahvil ihraç etme hakkı verilmiştir. İller bankası talep ettiği krediyi geri ödemesini yeterli bulmazsa reddetme hakkına sahiptir (Belediye Kanunu; Madde 68).

1.13. G20 Ülkelerinde Tahvil Düzenlemeleri

Düzenleyici piyasaların, piyasalardaki kurumsal borçlanma senetlerinin gelişimini teşvik etmek veya engellemek amacıyla birincil piyasada izlenen politikaların tarihsel süreçte önemli derecede etkisi olmuştur (Schinasi ve Smith, 1998; 24). Piyasada yatırımcının güvenini sağlayabilmek için belirli bir düzenlemenin tasarlanması gerekmektedir. Genel olarak menkul kıymet piyasası düzenlemelerinden temelde 3 şey beklenmektedir. Bunlardan birincisi yatırımcıların adil ve eşit muamele görmesi (yatırımcı korunması), ikicisi piyasa bütünlüğü ve üçüncüsü sistematik riskin sınırlanmasıdır. Gelişmiş

lkelerinin deneyimlerine göre, özel sektör tahvillerinde hukuk düzenleme ve politikalar hem piyasanın gelişimini sağlamış hem de engellemiştir (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005; 8). Düzenleyici sürecin etkin olması yatırımcılar ve tahvil ihraççıları için önem arz etmektedir. Tahvil ihracında vergi oranları, izin ihraç için alma prosedürü gibi faktörler diğer fon sağlayıcı kuruluşlar ile eşit şartlarda rekabet edebilirliğin açısından çok önemli bir yere sahiptir.

1.13.1. Hukuki Düzenlemeler

Gelişmekte olan ülkelerinin birçoğunda şirket tahvillerinin onaylama yetkisi menkul kıymet dzenleyicilerinde bulunmaktadır. Ancak Çin gibi bazı ülkeler merkez bankalarını şirket tahvillerini onaylaması için yetkilendirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde tahvillerinin onaylama süreci ortalama 25 gün sürdürmektedir (Development Of Corporate Bond Markets In TheEmerging Market, 2011; 14). Gelişmiş ülkelerde ise bu süreç daha kısa olmaktadır. Bu çalışmada tahvil ile ilgili hukuki yapı kapsamlı ve geniş yapıya sahip olduğu için ülkelerin düzenleyici kurumlarını ve ülke borsalarında tahvil listelenmesi ile ilgili kote olma şartlarını inceleyeceğiz.

ABD

ABD'de menkul kıymetlerinin ana düzenleyicisi U.S Securities And Exchange Commission "SEC'dir. Bir diğer düzenleyici kuruluş ise devletten bağımsız olan Financial Industry Regulatory Authority "FINRA" piyasada faaliyet göstermektedir. ABD tahvil arzları belirli bir muafiyeti olmadığı sürece ABD menkul kıymet borsasının mevzuatına göre kayıtlı olması gerekmektedir. ABD borsalarında tahvillerin işlem görme koşullardan; birincisi menkul kıymetler uyarınca tescil edilmiş olması ya da kayıttan muafiyetinin bulunması, ikincisi ise bir borsada kabul edilmiş olması gerekmektedir. NYSE'da borsaya kote olan şirketler ve yan kuruluşları için, listelenmemiş şirketler ve bunların yan kuruluşları için her iki tre göre ayrı listeleme standartları bulunur. Ayrıca, bir ihraççı borç senetleri, 5 milyon doları'nın altında bir piyasa değerine sahipse listelenmesine izin verilmemektedir. Yabancı şirketlerin tahvilleri SEC'de listelenmesi için ABD şirketlerinin ihraççılarının tahvil listelenmesi ile az bir farkı bulunmakta ancak esas prosedür aynıdır (NYSE, 2018).

Avrupa Birliği

Dünya’da Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO: 2019), dünya menkul kıymet düzenleyicilerini bir araya getiren ve menkul kıymetler sektörü için küresel standart belirleyicisi olarak faaliyet göstermekte olan uluslararası bir kurumdur. IOSCO, menkul kıymetler düzenlemesi için uluslararası kabul görmüş standartlar geliştirir, uygular ve teşvik eder. Küresel düzenleyici olarak Finansal İstikrar Kurulu “FSB” ile yoğun bir şekilde çalışmaktadır (IOSCO, 2019). Avrupa bölgesinde her ülke bazında borsa ve takas saklama kuruluşu bulunmaktadır. Her bir borsa da tahvil listelenmesi için finansal yapılarına göre kendine özgü şartlar aranmaktadır.

Japonya

Japonya sermaye piyasası düzenleme ve denetleme ile sorumluluğu olan Finansal Hizmetler Ajansı “FSA”, finansal sistem; (ii) mevduat sahipleri, sigorta poliçe sahipleri, yatırımcılar ve hizmet kullanıcılarının haklarını korumak (iii) ve finansal hizmetlerin işleyişini kolaylık sağlamak ile görevlidir (FSA, 2014;3). Borçlanma senetlerinin halka arzı ile, şirketler genellikle yatırımcılara borç senetlerini satın almadan önce bir menkul kıymetler tescil beyanı hazırlamalıdır. Borç senetlerini satış öncesi yatırımcılara bir izah name sunulmalıdır. (Yoshii ve Diğerleri; 2018). Bir Japon şirketi tahvil ve notları açıklamadan önce TSE’de kote olması gerekmektedir. Bir tahvil ihraç eden şirket borsada ilk defa listelenmek için güvenlik sağlayıcı kriterleri yerine getirmesi gerekmektedir (Japon Exchange Group, 2018; 120). TSE’de listelemek için sermaye gerekliliği şartı bulunmamaktadır.

Almanya

Almanya sermaye piyasasını denetleyici kurum olarak, Bafin kurumu sorumludur. Almanya borsalarından hisse senetleri dışındaki menkul kıymetlerinin onaylaması için asgari toplam nominal değeri 250.000 Euro ile borsa yönetmeliğine tabi olmaktadır. Ek gereksinimler menkul kıymetleri listelemek için borsa tarafından belirlenir ve borsaya göre değişmektedir. İhraççı tarafından bir banka veya finansal hizmet kurumu ile birlikte borsada listeleme başvuru yapılması için en az 730 milyon Euro ‘lük bir öz sermayeye sahip olmak

gerekmektedir. Örneğin, açık piyasa Frank Furt borsası “FSE” kote standartlarında borçlanma senetlerinin asgari değeri 1000 Euro'dur (Börse FrankFurt, 2018)

İngiltere

İngiltere finansal yetki ve denetleme kurumu “FCA” 2013’de faaliyete başlamıştır. FCA, Londra borsasında borçlanma sentlerinin listelenme sürecini İngiltere Listelenme Yetkisi “UKLA” kurumu ile birlikte yürütmektedir. Borç senetlerinin listelenmesi iki aşamalıdır; ilk olarak UKLA’dan onay alınması ve daha sonra borsaya başvurulması şeklindedir. Borsanın onaylanması ile borçlanma senetleri işlem görmektedir. Finansal İdare Kurumu'nun “FCA” bir bölümü olan UK Listing Authority “UKLA”, pazarda listelenen tüm tahvillerinin düzenlenmesinden sorumlu kuruluştur. Menkul kıymetler alım satımına kabul edildikten sonra, ihraççı bilgisini ve yıllık hesapların yayınlanması ile ilgili süregelen yükümlülükleri yerine getirmektedir (LSE: 2018).

Listeleme için gerekli minimum değer bulunmamaktadır. Ancak, senetler için maksimum değeri Perakende Tahviller Sipariş Kitabı'na “ORB” kabul edilen 10.000 £ tutarı bulunmaktadır. ORB' de sadece Sterlin cinsinden menkul kıymetlere izin verilmektedir. (Delgado ve Diğerleri,2018).

Fransa

Fransa sermaye piyasası düzenleme ve denetleme sorumluluğu olan Commissiondesopérations de borse “COB”, 1986’da kurulmuş olup, halka açık olan firmalarının bilgilerini şeffaflık derecisini kontrol etmekle ve borsa işleyiş mekanizmasını sağlamakla yetkilidir (The European Foundry Associations: 2018). Tahvillerin listeye girişini talep eden bir şirket, kabul edilmek kaydıyla, halka arz sunulması halinde beş milyon (5.000.000) Euro değerine sahip olmak, halka arz edilmeksizin iki yüz bin (200.000) Euro değerine sahip olmak gerekmektedir. Halka arz yoluyla tahvillerin listelenmesini talep eden KOBİ'ler olarak nitelendirilen ihraççılar, ilgili teklif belgelerinde kayıtlı bir kredi derecelendirme kuruluştan tarafından not alması gerekmektedir (Euronext, le Book; 62).

İtalya

1974’ de kurulan Borsa Ulusal Komisyonu (Consob) ile İtalya merkez bankası, İtalya sermaye piyasasında düzenleyici kuruldur (TSPAKB, 2005; 6). Tahvil ihraç edecek olan şirketlerinin konsolide ya da konsolide olmayan şirketlerinin son iki yıl finans hesaplarına göre yıllık hesaplarını ulusal yasaya göre hazırlanması gerekmektedir. İstisnai durumlarda Borsa Italiana, bir ihraççı tarafından ihraç edilen tahvilleri kabul edilebilir. Konsolide olan ve konsolide olmayan ihraççı şirketler yasal denetime tabi olmalıdır. Tahvil ihraççıların kredibilitesinin sunulmasından önce on iki ay içinde yerel veya uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirilmiş olması durumunda, kamuya açık ise derecelendirme notunu Borsa Italiana'ya bildirilmelidir (Borsa Italiana, 2018; 25).

Kanada

Kanada menkul kıymetler borsası düzenlemesi ve denetlemesi karmaşık bir yapıya sahiptir. Kanada'daki 10 il ve 3 bölge, menkul kıymet düzenlemelerinden sorumludur. Her eyalet ve bölgedeki menkul kıymet düzenleyicileri, Kanada Menkul Kıymet Yöneticileri veya kısaca CSA'yı oluşturmak için birleşmiştir. CSA, öncelikle ülke çapında menkul kıymetler düzenlemesine uyumlaştırılmış bir yaklaşım geliştirmekten sorumludur (Canadian Securities Administrators; 2018).

Brezilya

Brezilya finans sektörünün düzenleyici yapısı dört özel düzenleyiciden oluşmaktadır. Bunlar; Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (CVM), Brezilya Merkez Bankası, Özel Sigorta Sorumluluğu (SUSEP) ve Sosyal Güvenlik Tamamlayıcısının Ulusal Sorumluluğu (PREVIC)’dur. Dört düzenleyicinin tümü bir politika komitesi olan Ulusal Para Konseyi (Conselho Monetário Nacional - CMN) altında faaliyet göstermektedir (CVM, 2018). Brezilya borçlanma senedi ihraç etmek için asgari tutar şartı aranmamaktadır.

Rusya

Rusya'nın yabancı yatırımları teşvik eden güçlü bir mevzuatı bulunmaktadır. Bu yasalar, Rusya'nın en önemli borsaları Moskova Borsası “MOEX” ve Saint-Petersburg borsası “SPB”dır . Rusya'da sermaye piyasalarını yöneten önemli yasalar şunlardır: Anonim

Şirketler Kanunu, Menkul Kıymet Piyasası Kanunu, Merkez Bankası Kanunu, Ayrıca Merkez Bankası Rusya'daki finansal piyasalarının ana düzenleyicisidir.

Rusya borsasında yabancılarının tahvil ihracı için gerekli temel şartlar yerine getirmesi gerekmektedir. Menkul kıymetler "Menkul kıymetler piyasasında" Federal Yasanın 51.1 maddesinin şartlarına uygun olması gerekmektedir. Yabancı bir ihraççı, Rus menkul kıymet mevzuatına uygun olarak borsa tarafından açıklanan menkul kıymetler hakkında bilgi vermeyi taahhüt etmektedir. Bir menkul kıymetler ihraççısının Borsa'ya yabancı mevduat makbuzları hakkında bilgi vermeyi taahhüt etmesi gerekmektedir. Menkul kıymetlerinin ihracı Rusya mevzuatının gerekliliklerine, Rusya Bankalarına ve döviz kurallarının normatif faaliyetlerine uygun olması gerekmektedir. Menkul kıymetler, takas depozitosu tarafından hizmet için kabul edilir. Finansal piyasalara ilişkin menkul kıymetler ve normatif düzenlemelere ilişkin diğer Rus yasal gereklilikleri gözetilmektedir (Moscow Exchange: 2018).

Hindistan

1992 'de kurulan Securities and Exchange Board of India "SEBI" Hindistan'deki sermaye piyasasını düzenleme ve denetleme sorumluluğu üstlenmektedir. 1994'de Merkez bankası altında kurulan Finansal Denetleme Kurulu (Board for Financial Supervision) devlet tarafından ihraç edilen kamu borçları düzenlemelerinden sorumludur. Ancak borsada kote olan kamu şirketlerinden SEBI sorumludur (TSPB, 2009;8). Halka açık hisse senetleri veya borçlanma senetleri, en az üç yıl süreyle bir borsada işlem görmesi gerekmektedir. Bir önceki mali yılın denetlenmiş bilançosuna göre en az 500 Crore değerinde net aktife sahip olması, son üç yıl için dağıtılabilir kârın tutarlı bir şekilde izlenmesi, SEBI'ye kayıtlı bir kredi derecelendirme kuruluşu tarafından "AA-" notuna sahip olması yada bu nottan düşük olmaması, ihraççı anapara veya faizlerin geri ödemesinde, hissedarların temettü ödemesinde, herhangi bir kamu borcu veya bankacılık şirketine ödenecek vadeli kredi veya faiz geri ödemesinde en az üç yıl temerrüde düşmemiş olması gerekmektedir (The Institute Of Company Secretaries Of India, 2017; 20).

Çin

Devlet Konseyine bağlı bakanlık düzeyinde bir kamu kuruluşu olan, Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu “CSRC”, menkul kıymetler ve vadeli işlemler piyasasına ilişkin birleşik bir düzenleyici görevi yürütmektedir. Çin, düzenli menkul kıymetler ve vadeli işlem piyasa emrini koruyup, sermaye piyasasının yasal şekilde işlemlerini sağlamaktadır. Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu “CSRC” borsa da işlem gören şirket tahvillerini onaylamak ile yükümlüdür.

Borsa, tahvillerin piyasa koşullarına göre listelenmesi için gerekli şartları düzenleyebilir. Ayrıca tahviller listelenmeden önce gerekli şartlar yerine getirmek zorundadır.

1. Tahvillerin kredi notu AA veya üstü olması
2. Tahvillerin listelenmesinden önce, ihraççının net aktif hesabı son döneminin sonunda 500 milyon RMB'den az olmaması veya borç / varlık oranı, en son muhasebe dönemi sonunda 75%'in üzerinde olmaması,
3. Tahvillerin listelenmesinden önce, ihraççının en son üç mali yıl dağıtılabilir kârın, tahviller üzerinde tahakkuk eden yıllık faizin 1,5 katı olmaması.
4. Borsa tarafından uygulanabilecek diğer şartları kapsamaktadır (SSE, 2017; 13-14).

Çin’de tahvillerin listelenmesi için borsaya başvurulur ve kayıt olmak için bazı şartları yerine getirilmesi gerekmektedir. Birincisi, dönüştürülebilir tahvillerin vadesi 1 yıldan fazla olmalıdır. İkincisi fiilen ihraç edilen tahvil tutarı 50 milyon RMB'den az olmaması gerekmektedir. Üçüncüsü ise, ihraççı dönüştürülebilir tahvil arzı için yasal şartları yerine getirmelidir (SSE, 2018;19).

Güney Afrika

Güney Afrika Finansal Hizmetler Kuruluşu “FSB”, sermaye piyasası düzenleyici ve denetleyiciliğinden sorumlu olan bu kuruluş, bankacılık sektörü dışında kalan finans sektöründeki çeşitli düzenlemeleri ile yatırımcıların haklarını korumaktadır. İhraç edilen tahviller için listeleme şartları, “JSE” de belirlenmektedir. Özel sektörlerde (örneğin, bankacılık, sigorta, madencilik ve petrol ve gaz) katılan ya da uzman menkul kıymetler ihraç eden (örneğin, menkulleştirme) ihraççıların, JSE tarafından ek bilgi sağlanması istenebilir.

JSE'nin, her durumda, başvuru sahibinin, onay veya ret edilmesi durumunda yatırım yapan kamuoyunun yararına olduğu gerekçesiyle, ihraççının tahvil listelenmesi veya tescili için başvurunun onaylanması veya reddedilmesi konusunda kabul ya reddetme yetkisi bulunmaktadır (JSE, 2018), (Shawevei ve diğerleri ;2016).

Güney Kore

Finansal Hizmetler Komisyonu, mali politika ve düzenleyici denetime ilişkin yasal otoriteye sahip bir devlet kurumudur. FSC'nin işlevsel görevlerini Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu ve alt bürolar arasında paylaşılmaktadır (FSC; 2018). Güney Kore'de ihraççı borsa da işlem yapmak için aşağıdaki genel şartları sağlaması gerekmektedir.

1. İlk liste için başvuranın sermaye stoku en az 500 milyon KRW cinsi olmalıdır. Ancak, bu hüküm şirket garantili tahvillere, teminatlı şirket tahvillerine, teminatlı tahvillere ve standart olmayan varlık destekli menkul kıymetlere uygulanmayacaktır.
2. İlgili menkul kıymetler, halka arz veya ikincil dağıtım yoluyla düzenlenmiş olmalıdır.
3. İlgili ihraç edilen borçlanma senetlerinin toplam tutarı ve ilgili teminat menkul kıymetlerinin toplam tutarı en az 300.000 Güney Kore para birimi olmalıdır. Ancak, garantili şirket tahvili, teminatlı şirket tahvili ve teminatlı tahvilleri söz konusu olduğunda, en az 50 milyon Güney Kore para birimi cinsi olması gerekmektedir.
4. İlgili menkul kıymetler, Menkul Kıymetler İdaresi Yönetmeliğine uygun olacaktır. Ancak, söz konusu borç senetlerinin kayıtlı olduğu hallerde bu hüküm uygulanmayacaktır.
5. İlgili menkul kıymetlerin dönüştürülebilir tahviller olması durumunda, bunlar kayıtlı tahviller olacaktır.
6. Borç senetlerinin standart dışı varlık destekli menkul kıymetler olması durumunda mevzuatta belirten şartlara yerine getirmesi gerekmektedir.
7. İhraç edilen tahvillerdeki toplam değeri, devredilen varlık destekli menkul kıymetlerinin toplam değerini aşmaması gerekmektedir. (KRX, 2005;93-94).

Avustralya

ASIC, Avustralya'nın kurumsal piyasaları, finansal hizmetleri ve tüketici kredi “ASIC”, Avustralya'nın entegre kurumsal, piyasaları, finansal hizmetleri ve tüketici kredi entegre eden düzenleyicidir (ASIC: 2018). ASIC ayrıca ASX'in listelenen bir şirket olarak ASX Listeleme Kurallarına uygunluğunu da denetler. Ayrıca Mali Düzenleyiciler Konseyi, Avustralya'nın ana mali düzenleyici kurumları için koordinatör kuruluştur. Rolü, mali düzenlemelerin etkinliğine ve verimliliğine katkıda bulunmak ve Avustralya finansal sisteminin istikrarını artırmakta olan yasal olmayan bir kurumdur (CFR: 2018).

Avustralya'da borç sermaye piyasasında ihraç edilen borç senetlerinin listelenme zorunluluğu yoktur. Ancak, bir ihraççı, toptan veya perakende borçlanma senetlerinin listelenmesi ve ilk teklifi için Avustralya Senetler Borsası'na “ASX” başvurmaktadır.

Bir ihraççı aşağıdaki minimum gereksinimlerinden birini karşılamalıdır:

- Giriş tarihinde en az 10 milyon ABD doları net maddi varlığa sahip olmalıdır. Borsa senetleri, giriş tarihinde en az 10 milyon ABD doları net maddi varlıkları olan bir garantör tarafından garanti edilmektedir.
- Borçlanma senetleri ASX onaylanmış bir derecelendirme kuruluşu tarafından en az “yatırım yapılabilir” olarak değerlendirilmelidir ve hiçbir kredi derecelendirme kuruluşundan bu borç senetlerine ilişkin olarak “yatırım yapılabilir” den daha düşük bir not alınmaması gerekmektedir.
- Perakende borç ihraçları durumunda, ihraççı aşağıdakileri sağlamalıdır: Borçlanma senetlerinin yapısı ve şartları, perakende borçlanma senetlerine uygun olmalıdır. Bir izah name düzenlenmiş ve ASIC ile yapılmış olmalıdır (Dodd ve Diğerleri; 2017).

Meksika

Ulusal Bankacılık ve Menkul Kıymetler Komisyonu, Meksika Borsası'nın ana düzenleyicisidir. Meksika'da halka arz edilen borçlanma senetlerinin kayıt beyanı bulunmalıdır. İlgili menkul kıymetlerin yanı sıra prospektüs ve not formu gibi diğer bilgi belgelerinin Ulusal Menkul Kıymetler Sicili ve Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı olması gerekmektedir. Borsada bulunan şirketlerin belirli bir varlık şekli olarak kullanılmasına

gerek yoktur. Ancak Borsa'da bulunan şirketlerin, yürürlükteki menkul kıymetler düzenlemelerine uygun olarak kurumsal yönetim ilkelerini benimsemeleri gerekmektedir. Belirli boyut sınırları olmamakla birlikte ve minimum işlem kaydı gerekmemektedir. Belirli bir işletme sermayesi ve asgari tutar gerekli değildir. Genelde menkul kıymetleri minimum 1 ABD doları değerinde uygulanmaktadır (Goebel ve Diğerleri; 2019).

Endonezya

Endonezya Finansal Hizmet Otoritesi (Financial Services Authority Of Indonesia), finansal hizmetler sektörünü düzenleyen ve denetleyen kurumdur. Endonezya borsasında tahvillerin listelenmesi için aşağıdaki şartları kabullenmesi ve yerine getirmesi gerekmektedir.

1. Menkul kıymetleri ile ilgili tüm yasaları kabul etmesi,
2. İhraççının tüzel kişiliği olması,
3. En az 3 yıl faaliyette bulunması,
4. En az 20 milyar Rupî tutarına sahip olması,
5. , Son bir yıldaki faaliyetinde kâr etmesi,
6. Tescil beyanını etkin olarak onaylanmış olması,
7. Son üç yıl mali tabloları Bapepam'a kayıtlı olan denetim kuruluş tarafından incelenmesi ve görüş bildirilmesi
8. Bapepam'akayıtlı Menkul kıymet derecelendirme kuruluşu tarafından en az BBB- yatırım notu alması gerekmektedir. (BusraEfekSurabaya, 2004;1).

Türkiye

Türkiye'de sermaye piyasası düzenleme ve denetleme sorumluluğu alan kurum SPK'dır. 1980 yılında faaliyete başlayan bu kurum sermaye piyasasını açıklık, güven, adil, etkin ve kararlık çalışmasını sağlamak ve yatırımcıların hak ve yararlarını kuruması, sermaye piyasa işleyiş şartlarının belirlemesi ile ilgili sorumludur (SPK, 2018). İstanbul borsasında tahvil ihracı yapmak isteyen ihraççı, SPK mevzuatı madde 9' göre finansal tabloları esas alarak, halka açık ortaklıkların ihraç limiti öz kaynak tutarından 5 katını aşmaması, halka açık olmayan ortaklıkların ise özkaynakların 3 katını aşmaması gerekmektedir. Ortaklıkların konsolide finansal tablo hazırlanmış ise ana ortaklıkların öz

kaynak tutatını dikkate alınmaktadır. Finansal tablolar son dönemine ilişkin limit belirlenmesinde bağımsız denetim kuruluşu tarafından geçmiş yıllarını esas alınmaktadır.

Suudi Arabistan

CMA, Arabistan sermaye piyasası düzenleyici ve denetleyici kuruluşudur. (CMA; 2018). Suudi Arabistan sermaye piyasasında listelenme ile ilgili şartlar şöyledir; 1. İhraççının hâlihazırda listelenmiş olan menkul kıymetleri varsa, listelenecek tüm borçlanma araçlarının beklenen toplam değeri en az 50 SR milyon olmalıdır. 2. İhraççının halihazırda menkul kıymetleri listelenmemiş olması halinde, listelenecek tüm borçlanma araçlarının beklenen toplam değeri en az 100 milyon Euro olmalıdır. 3. Kurumun onayını aldıktan sonra, Borsa'nın söz konusu borçlanma araçları için yeterince likit bir piyasa olması şartıyla, bu maddenin (1) ve (2) bentlerindeki şartlarının yerine getirdiği takdirde borç araçlarının listelenmesine izin verebilir. 5. İhraççının tahvili listeye alınmasına müteakip bu madde (1) veya (2) paragrafının herhangi bir şartının yerine getirilmediği takdirde, ihraççı derhal borsayı bilgilendirmeli ve ilgili gereksinimlerin karşılanması gerekmektedir (Tadawul, 2017; 8).

Arjantin

1968'de kurulmuş olan Arjantin ulusal menkul kıymetler komisyonu, ülkenin sermaye piyasasının teşviki, denetimi ve kontrolünden sorumludur (CNV; 2018). Borçlanma senetleri ana gereklilikleri, hisse senedi piyasaları / borsaları ile büyük ölçüde aynıdır. İhraççı bir program kapsamında tahvillerini bir seri halinde yayınlanmışsa, her bir seri veya dilime ait programın izahı ve fiyatlandırma ekleri gereklidir. Tahvillerin notlarına bağlantılı olarak verilecek teminat veya kefaletlerini detaylandıran belgeler ve tahviller yoluyla sağlanan fonların tahsisi için bir planın olması gerekmektedir. İhraççının belirli yatırımlar ve ödemeler yapmak için tahvillerin gelirlerini kullanması halinde uygulanan belirli vergi muafiyetleri vardır. Müteveliyle veya tahvillerin temsilcisi ile anlaşması, bağımsız bir muhasebecinin raporları ve yasal görüşleri gerekmektedir. Borç senetleri ihraç etmek için asgari şartı yoktur. Bununla birlikte, CNV tüzükleri, yerel piyasalardaki borç senetlerinin küçük ve orta ölçekli şirketlere ihraç edilmesini kolaylaştıran özel bir rejim oluşturmaktadır. Bir şirketin küçük veya orta ölçekli olup olmadığı, belirli faaliyetlerine bağlı olarak yıllık satışlarına göre belirlenir (Luegmayer ve Diğerleri, 2015).

1.13.2. Vergi Uygulamaları

. Gelişmekte olan ülkelerinin çoğunda, devlet tahvili vergiden muaf olmakla birlikte, şirket tahvillerinde farklı vergilendirme uygulaması söz konusudur. Bu vergiler işlem vergilerini, damga vergilerini, sermaye kazançları vergisini ve stopaj vergisini içerebilir. Ülkeler, devlet tahviline, banka kredisine ve şirket tahvillerine farklı vergilendirme uygulayabilmektedir. (İOSCO, 2011; 15 ve 34). Bu kısımda G-20 ülkelerinin vergi uygulamalarını kısaca değinilecektir.

ABD

ABD'de federal vergileri yönetmek ve uygulamaktan sorumlu ana otorite, ABD Hazine Bakanlığı'nın bir bürosu olan İç Gelir Hizmeti “IRS” dir. Ayrıca, her eyaletin devlet tarafından uygulanan vergi otoritesi vardır. Bir kredide yapılan ödemelere uygulanabilecek farklı stopaj vergisi bulunur. Faiz stopajı, portföyde faiz muafiyetinin uygulanmaması durumunda, ABD dışındaki borç verenlere ödenen faiz stopaj oranı ve ihraç indirimi % 30'dur. Vergi oranları muafiyetler ile bu oranı azaltılabilir veya ortadan kaldırılabilir. İkincisi, yedekleme stopajı: ABD’li olmayan ve iskontolu tahviller ihraç eden şirketin gerekli belgeleri eksik ise yedekleme stopajı uygulanır. Yedek stopaj uygulanırsa, geçerli oran %28'dir. Son olarak FATCA stopajı “Foreign Account Tax Compliance Act “Yabancı Hesap Vergi Uyum Yasası Stopajı” % 30 oranında uygulanır. Tahvil ihracı üzerine uygulanan federal damga, transfer veya benzer vergiler yoktur (Gallagher ve Diğerleri: 2015).

Avrupa Birliği

Avrupa birliği entegrasyon sürecinde vergi sistemi entegrasyonu da önemli hale gelmiştir. Ancak, 23 Mayıs 2001’de, Avrupa Komisyonu'nun vergi politikası stratejisi, Avrupa Birliği'ne üye ülkelerinin vergi sistemlerinin uyumlu bir şekilde çalışmasına gerek olmadığı benimsenmiştir. AB kurallarına saygılı olmaları koşuluyla, üye ülkelerinin en uygun gördükleri vergi sistemini tercihlerine göre seçme hakkı verilmiştir (European Comission;2019).

Japonya

Ulusal vergilerin uygulanmasından sorumlu ana otorite, Maliye Bakanlığı'nın dış organı olan Ulusal Vergi Dairesi “NTA” (Kokuzei-cho) 'dır. NTA, iç vergilerin değerlendirilmesi ve toplamastan sorumludur. Japon yerel şirketlerine ödenecek borç altında faiz veya diğer ödemelerden stopaj vergisi alınmaktadır. Yurt dışı yerleşiklerine veya yabancı şirketlere ödenecek bir kredi kapsamındaki faiz, Japonya stopaj vergisine tabi olmaktadır (Ito ve Diğerleri: 2013). Bireyseller için 20,31%, şirketler için 15,32%, yabancılar için 15,31% vergi stopajı uygulanmaktadır.

Almanya

Yerel vergi dairesi “Finanzamt” genellikle aşağıdakiler dâhil olmak üzere, finans işlemlerine ilişkin vergileri uygulamaktadır. Bunlar; kurumlar vergisi, katma değer vergisi “KDV”, emlak transfer vergisi “Grunderwerbsteuer” “RETT”dır. Ticari vergi ise, “Gewerbesteuer”, kurumlar vergisinin değerlendirilmesine dayanmaktadır, ancak yerel belediyeler “Gemeinde” tarafından uygulanmakta ve değerlendirilmektedir. Federal Vergi Dairesi “Bundeszentralamt für Steuern”, yabancı vergi değerlendirmelerinin resmi olarak bildirilmesi ve vergilendirmesinde rol almaktadır. Federal Merkez Vergi Dairesi yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmesi muhtemel olan, planlanmış yatırımlarla ilgili vergi izinlerinin verilmesinden de sorumludur (Best ve Diğerleri: 2016). Genellikle menkul kıymetleştirilmiş, tescilli kredilerden veya tahvillerden elde edilen faizler, Almanya bankalarından alınan faizler, Almanya finans hizmetleri kurumlarından alınan faizler, konvertibl tahviller v.b elde edilen getiri ile ilgili stopaj vergisi % 25 oranında alınmaktadır (Deloitte, 2017;24).

Birleşik Krallık

Vergiye tabi olan bireylerin elde ettiği tüm gelirler vergiye tabidir (AILO: 2018). İngiltere vergi yasalarına göre, İngiltere gelir vergisi genellikle "İngiltere Kaynağı" faiz ödemelerinden elde edilen %20 oranı ile vergilendirmektedir. Genel olarak bu ülkedeki anonim ortaklarının ödemelerini kapsamaktadır ve muafiyet söz konusu değilse 20% stopaj oranına uygulanmaktadır. (Delgado ve Diğerleri; 2018).

Fransa

Généraledes Finances Publiques “DGFIP” Direktörü, Fransa'daki vergilerin değerlendirilmesi, toplanması ve kontrolünden sorumludur ve çeşitli kurumlara başkanlık etmektedir. 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren, aşamalı gelir vergisine tabi tutulmadan önce vergi mükelleflerinden alınan menkul kıymetler üzerinden elde edilen gelirlerden %24'lük bir zorunlu stopaj vergisi kesilmektedir. Bu gelir, hisse senedi, tahviller ve diğer kıymetli borç menkul kıymetlerinden, faiz, borç, herhangi bir türden gelir şeklinde olabilir (PFDG, 2016:23).

İtalya

Finansman işlemlerine ilişkin vergilerinin denetimi gelir dairesi tarafından uygulanır. Faiz üzerindeki stopaj vergisi sadece sınır ötesi ödemeler için geçerli olmaktadır (aynı zamanda ikame vergisi olarak anılacaktır). Diğer ödemeler (hizmet ücretleri, düzenleme ücretleri, komisyonlar ve benzeri olmayan faizler gibi) stopaj vergisine tabi değildir. 1 Ocak 2012 tarihinden itibaren yerleşik olmayanlara verilen kredilerin faizi %20 oranı stopaj vergisine tabidir (Giordano ve Gangemi: 2012). İtalya'da vergilendirme işlemleri ulusal düzeyin yanı sıra bölgesel ve belediyeler bazında da gerçekleşmektedir. İtalya vergi rejimi, ülkedeki mali rejimin basitleştirilmesi amacıyla son birkaç yıl içinde önemli bir incelemeye tabi tutulmuştur. İtalyan vergi sistemi, Ekonomi ve Maliye Bakanlığı tarafından yönetilmektedir (AILO: 2018). Borçlanma senetlerden kaynaklanan faiz gelirleri genellikle bireylere ödenirse %26 oranında stopaj vergiye tabi olmaktadır (Plattner, Legale, 2016).

Kanada

Kanada'da finans işlemleriyle ilgili vergilerin uygulanmasından sorumlu olan ana otorite Kanada Gelir Ajansı'dır (CRA: 2018). Konuyla ilgili olarak tahvil ihracında ödenecek damga tutarı, transferi veya benzer vergiler bulunmamakta veya bir tahvil devri gerçekleştirilebilmektedir. İhracata yönelik olarak herhangi bir uyumlaştırılmış satış vergisi bulunmamaktadır. Çünkü bunlar finansal hizmetler olarak muaf kabul edilmektedir. Kanada'da stopaj oranı %25'dir (Onurfrechuk, Chang; 2012).

Brezilya

Finans işlemlerinde vergileri uygulamaktan sorumlu Brezilya Federal Gelir Dairesi “Secretaria da Receita Federal do Brasil”dır. Brezilya içinde veya dışında borç enstrümanlarının devredilmesi, tahsis edilmesi veya satışı için Brezilya'da geçerli olan damga, transfer veya benzer vergiler uygulanmamaktadır. Brezilya'daki tüzel kişiler tarafından yapılan kazanç veya gelirle ilgili ödemeler ve Brezilya'da yerleşik olmayanların tahakkuk ettiği Brezilya kaynaklı gelirler üzerinden gelir vergisi stopajı alınmaktadır. Brezilya kuruluşları arasındaki faiz ödemeleri, kredi işleminin süresine göre değişen oranlarda stopaja tabidir. Bu oranlar aşağıdaki;

Anapara ödemesinden itibaren 180 güne kadar ödenen faiz için %22,5.

Anapara ödeme tarihinden itibaren 181 gün ile 360 gün arasında ödenen faiz için %20.

Anapara ödemesinden itibaren 361 gün ile 720 gün arasında ödenen faizler için %17,5.

Anapara ödemesinden itibaren 720 gün sonra ödenen faiz için %15 şeklindedir (Haddad ve Diğerleri, 2018).

Rusya

Kurumsal işlemlere ilişkin vergi uygulamalarından sorumlu olan en önemli otorite (finans işlemleri dahil), ülke çapındaki yerel şubeleri de dahil olmak üzere Federal Vergi Servisi (Hizmet) 'dir. Maliye Bakanlığı (Bakanlık), vergi tahsilatına doğrudan dahil olmamakla birlikte, devlet vergi politikasının gelişmesinden sorumludur ve vergi kanunlarının uygulaması konusunda rehberlik etmektedir. İhraç eden taraf, tahvil ihracı ile ilgili devlete vergi ödemekle yükümlüdür. Rus bir borçlunun yabancı bir borç verene ödediği faiz genellikle stopaj vergisine tabi olmaktadır. Ancak bir Rus şirketin başka bir Rus şirketine ödediği faiz üzerinden stopaj vergisi uygulanmaz. Genel yurtiçi stopaj oranı %20 iken, çifte vergi anlaşmaları oranı %5, %10 veya %5 oranında azaltabilmektedir (Bruk, Salans: 2012).

Hindistan

1961'de Gelir Vergisi Yasası hem tahvili hem de kurumsal kredileri borç olarak değerlendirirken, belirli özel tahviller için farklı vergi kuralları ve hükümleri bulunmaktadır. Bir mukim Hintli şirket tarafından kredi ile başka bir yerleşik şirkete ödenen faiz, belirli istisnalara tabi olarak ödenen faiz 5.000 yerel para birim cinsini aşarsa stopaj vergisine tabi olmaktadır. Yerleşik bir Hintli şirket tarafından bir kredi kapsamında yerleşik olmayan bir şirkete ödenen faiz, ödenen veya ödenecek tutar ne olursa olsun, stopaj vergisine tabi olacaktır. Hindistan'da ikamet edenler için stopaj oranı %10'dur. Yerleşik olmayanlar için stopaj oranı %5 ile %40 arasında değişmektedir (Sharma ve Dsa;2018). Yabancı para borcu veya borcu üzerinde mükelleflere ödenen faizden genellikle %20 stopaj vergisine, artı ek ücret ve vergiye tabi olabilmektedir. Mükellef ve mükellef olmayanlarla yapılan özel işlemlerde indirilecek vergilerle ilgili ayrı hükümler bulunmaktadır. Gelir vergisi kanunu kapsamında vergiye tabi olan yerleşik olmayanlar için yapılan ödemeler vergi stopajı uygulanır. Yerleşik veya yerleşik olmayan, mukim olmayan bir kişiye ödeme yapan herhangi bir kişi, bu ödemeden vergiyi tevkif etmekle yükümlü tutulacak ve öngörülen süre içinde hükümet hesabına yatırılacaktır. (Jain ve Kundra, 2015; 11).

Çin

Çin'de vergileri toplayan ve yöneten Devlet Konseyi'nin bağımsız bir kuruluşu olan Devlet Vergilendirme İdaresi "SAT" 'dır. Genel olarak, Çin Halk Cumhuriyeti "ÇHC" vergi açısından tahviller, standart kurumsal kredilerden farklı muamele görmemektedir. Sınır ötesi krediye yasal olarak izin verilirse, ÇHC'de yerleşik bir şirket offshore borç verene, faiz ödemeleri yapabilir. ÇHC'de yerleşik olmayan bir kuruluş için, borçlu, faizleri gider olarak muhasebeleştirdiğinde ve kurumsal vergi indirimini aldığı anda stopaj ödetilmektedir. Genel olarak, bir ÇHC yerel şirketten ÇHC olmayan yerleşik şirkete faiz ödemesi, vergi oranı bir gelir vergisi sözleşmesiyle azaltılmadıkça %10 oranında bir stopaja tabidir. Stopaj oranı bir gelir vergisi anlaşmasıyla azaltılabilir veya muaf tutulabilir (Peter Ni ve Diğerleri: 2018).

Güney Afrika

Güney Afrika'daki tüm doğrudan ve dolaylı vergilerin uygulanmasından sorumlu olan Güney Afrika Gelir Servisi "SARS", vergi otoritesidir. Tahviller, standart kurumsal

kredilerden farklı işlem görmemektedir. Herhangi bir yabancı kişinin (belirli muafiyetlere tabi) yararına ya da yararında olmayanlara herhangi bir Güney Afrika menşeli çıkarına faiz vergisi kesilmektedir. Faizle ilgili stopaj vergisi% 15 oranında uygulanmaktadır (Dennehy, Wenzel; 2018).

Meksika

Vergi Dairesi Hizmeti (İspanyolca: Servicio de Administración Tributaria, SAT), Meksika federal hükümetinin gelir hizmetini yapmaktadır. Meksika Federal Vergi Kanuna göre Finansal kurumlar tarafından Meksikalı yerleşik yatırımcılara ödenen faizlerin vergi stopajı, genellikle yatırım yapılan sermayenin %1,04'ünü oluşturur. Yabancılar ise %0 ile %30 arasında vergi stopaja tabi olmaktadır.

Endonezya

Kurumsal işlemlerde vergileri uygulamaktan sorumlu ana makam Vergiler Genel Müdürlüğü'dür (DJP). Tahvil piyasalarında işlem gören tahvillere olan faiz, standart kurumsal kredilerden farklı işlem görmemekte 15% veya 20% oranında gelir vergisine tabi olmaktadır. Faiz yerel bir bankaya ödenirse stopaj uygulanmamaktadır. Alacaklardan, kredilerden veya diğer borçlardan elde edilen faiz gelirleri tipik olarak vergiye tabidir. Geçerli oran, mukim tarafından saklanması gereken, yerleşik bir borç verene ödenen faiz oranı üzerinden %15'tir (Madde 23, Gelir Vergisi Kanunu). Yerleşik olmayan bir vergi mükellefine ödenen faiz, 20% oranındaki nihai vergi oranına tabi olup, Endonezya ile yerleşik olmayan vergi mükellefinin ülkesi arasındaki vergi anlaşmasına tabidir (Karim, Siyah; 2018)

Güney Kore

Genel olarak vergiler hem ulusal hem de yerel hükümet seviyelerinde uygulanmaktadır. Güney Kore Strateji ve Finans Bakanlığı “MOSF” ulusal vergi politikaları formüle eder ve yönetir. Güney Kore Ulusal Vergi Servisi “NTS”, uygulamadan sorumludur. Güney Koreli bir şirket borçlu olduğu durumda, faiz üzerindeki stopaj vergisini düzenleyen kurallar, standart kurumsal krediler ile aynıdır. Borçlunun Güney Kore'de daimî bir işyeri olmayan yabancı bir şirket olduğu durumda, genel iç borç stopaj faiz oranı %22 olsa da, Güney Koreli ulusal hükümet tarafından verilen tahvillerden, hükümet veya Güney Koreli

şirketlerden elde edilen faizler için %15,4' gibi daha düşük bir oran uygulanmaktadır (Shim ve Diğerleri: 2018).

Türkiye

Türkiye’de Maliye Bakanlığı ve Gelir İdaresi Bakanlığı, finans işlemlerine vergi uygulamaktadır. Özel sektör tahviller Gelir Vergi Kanununda geçici 67 maddesine göre faiz geliri ve alım satım kazançları stopaja tabidir. 1/1/2006 tarihinden itibaren yurt içinde ihraç edilen özel sektör tahvil/ bono faiz gelirleri ve alım-satım kazançları aynı şekilde Devlet tahvili/Hazine bonusu gelirleri gibi vergilendirilmektedir. Ancak yurtdışında ihraç edilen tahviller 2011/1854 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla Gelir Vergisi Kanunu 94 maddesi uyarınca stopaj vergisi uygulanmaktadır (Gelir İdare Başkanlığı, 2016; 7,8,9). Türkiye’de ihraç edilen tahviller, sermaye şirketleri %0 stopaj vergiye sahipken diğer tam ve dar mükellif gerçek kişi ve kurumlar %10 vergi stopajına sahiptir. Yurtdışında ihraç edilen tahviller ise aşağıdaki oranlar ile vergilenmektedir.

- i. Vadesi 1 yıla kadar olanlardan elde edilen faizden % 7,
- ii. Vadesi 1 yıl ile 3 yıl arası olanlardan elde edilen faizden % 3,
- iii. Vadesi 3 yıl ile 5 yıl arası olanlardan elde edilen faizden % 0,
- iv. Vadesi 5 yıl ve daha uzun olanlardan elde edilen faizden %0, (Bakanlar Kurulu Kararı, 2011: 1).

Borsa İstanbul’da işlem gören borçlanma araçlarının stopaja tabi kazançları borsa tarafından hesaplanmaktadır. Ancak vergi mevzuat çerçevesinde stopaj vergi hesaplamasında stopajın doğruluk tutarı hakkında ve ödeme durumunda Borsa İstanbul sorumlu değildir (Borsa İstanbul, 2017;31).

Avustralya

Avustralya vergi sistemi, Avustralya Vergi Dairesi “ATO” tarafından yönetilmektedir ve tüm vergi mükellefleri tek bir vergi dosya numarası ile tanımlanmaktadır. Avustralya sakinlerinin dünya çapındaki gelirleri (kazanılmış ve kazanılmamış) ve sınır ötesi varlıkları da dahil olmak üzere tüm kaynaklardan elde edilen sermaye kazançları vergilendirilmektedir (AILO: 2018). Gelir vergisi Avustralya’da yabancı bir ihraççı tarafından ihraç edilen borç

senetlerinin ihracı, gelir vergisi yükümlülüğü doğurmamaktadır. Ancak her bir özel durum ve ilgili vergilendirme anlaşmalarının özelliklerine bağlıdır. (Dodd ve Diğerleri; 2017). Avustralya’da yabancılar için 10% stopaj vergisi uygulanmaktadır. 128F uyumlu menkul kıymetler vergi stopajı yoktur aksi takdirde 10% vergi stopaja sahiptir.

Suudi Arabistan

Suudi Arabistan’da Zekat ve Vergi Kurumu vergi uygulamasından sorumludur. Genel olarak, Suudi Menkul Kıymetler Borsası’nda (Tadawul, 2018) işlem gören menkul kıymetlerin satışı ile elde edilen sermaye kazançları, Sermaye Piyasası Mevzuatı “CML” ve Uygulama Yönetmeliği’ne uyulması kaydıyla, Gelir Vergisi Kanunu uyarınca gelir vergisinden muaftır. (Albosali ve Bathke: 2015). Yabancı yatırımcılar için 5% vergi stopaja sahiptir.

Arjantin

Arjantin’de Federal yapıda vergi otoritesi Federal Kamu Geliri İdaresidir. İl ve belediye düzeyinde, her il veya belediye için yerel vergi sorumluları bulunmaktadır. Arjantin’de tahvil piyasasından elde edilen kazanç, muafiyeti olmadığı süreçte vergiye tabidir. Ayrıca, her mali yılın sonunda, tahvillerin bugünkü değeri değerlendirilmekte ve bu değer ile bir önceki mali yılın sonunda kaydedilen değer arasındaki herhangi bir fark vergiye tabi gelir olarak kabul edilmektedir. Gelir vergisi, mali yılın sonunda ödenmektedir. (Montezanti ve Diğerleri: 2015). Arjantin yerel para birimi cinsi ile ihracı yapanlar için vergi stopaj oranı %5, yabancı para birimi cinsinden ihracı yapanlara ise vergi stopajı %15 uygulamaktadır.

2. BÖLÜM

TÜRKİYE VE G20 ÜLKELERİNİN MAKRO EKONOMİ GÖRÜNÜMÜ VE TAHVİL PİYASASI ANALİZİ

Bu bölümde G-20 ülkelerinin kuruluşu ve önemi, makro ekonomi ile tahvil piyasası ele alınacak ve ekonomik büyüme ile tahvil piyasalarının etkileşimi incelenecektir. G-20 ülkelerini spesifik açıdan incelemek için daha alt sınıflandırma yapılarak G7, BRİCS, MİKTA ve AB guruplar halinde ele alınacak olup, Suudi Arabistan ve Arjantin’de ayrıca ele alınacaktır.

2.1. G 20 Ülkeleri

Bretton Woods sisteminin çöküşü,1971’de altın fiyatına bağlı sabit uluslararası döviz kurlarının ve 1973 petrol krizinin etkisiyle gerçekleşmiştir. Sonrasında ise dünya ekonomisinin ve mali politikaların daha entegre olmasına gereksinim duyulmuştur. Bu gereksinimleri karşılamak için ise, başta önemli ekonomiye sahip olan ülkelerinin maliye bakanları tarafından ilk adım atılmıştır. 25 Mart 1973’te İngiltere, Fransa, Almanya ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) maliye bakanları Beyaz Saray Kütüphanesi’nde toplantı gerçekleştirmişlerdir. Bu yapılan ilk toplantı "Kütüphane Grubu" olarak isimlendirilmiştir. Aynı yılın eylül ayında Japonya maliye bakanının katılımı ile bu grup “G-5” olarak dünyaya tanıtılmış ve on yıldan uzun bir süre periyodik olarak toplantılar gerçekleştirilmiştir. Toplantıları takiben 1974’te Fransa Cumhurbaşkanı Valery Giscard Estaing, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Batı Almanya, Japonya ve İtalya başkanlarını Fransa’nın Rambouillet’teki zirvesine davet etmiştir. 1976’da grup, Kanada’nın eklenmesiyle ve Fransa’nın İtalya’yı dâhil etmesiyle yedi ülkeye çıkmıştır. 1990’ların başında Rusya, G-7 zirveleri sırasında G-7 liderleri ile bazı oturumlara katılmış ve G-7’nin daveti üzerine Rusya 1997’de resmi olarak gruba dâhil edilerek G-7, G-8 olarak anılmaya başlanmıştır (Gordon, 2011; 4).

1997 yıllarına baktığımızda Asya’da gelişmekte olan ekonomilerdeki sorunlar dünyaya yayılıp küresel bir krize neden olmuştur. Bu da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında diyalog yapılmasının gerekliliğini ortaya koymuştur. Sistematik olarak önemli yere sahip, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere oluşan G-20, uluslararası ekonomik ve finansal

sisteminin yönetim yapısında önemli bir boşluğu doldurmuştur (G 20 Information Center, 2007; 5). G-20 ülkelerince öncelikli olarak uluslararası finansal istikrarla ilgili konular olmakla birlikte, uzun vadeli ekonomik konuları da ele alınmaktadır. G-20 ülkeleri küresel çapta destekleyici rol üstlenmektedir. Gruba üye olmayan, özellikle gelişmemiş ülkeler, bu grubun katkı sağlayacağına dair avantajları olduğunu belirtmişlerdir. G-20'nin incelenen diğer konuları arasında, yardım programlarının etkinliği, finansal sisteminin kötüye kullanılması, yerel finansal piyasalarının gelişmesi, bölgesel ekonomik entegrasyonu, demografik bilgiler ve kaynak güvenliği sayılabilir (G 20 Information Center, 2007; 6).

G-20 başkanlığı, grubun 19 üye ülkesi arasında yıllık olarak dönüşümlü bir biçimde yapılmaktadır. G-20'nin bir merkezi veya kadrolu personeli bulunmamaktadır. G-20 başkanlığını yürüten ülke toplantının ev sahipliğini yaparken gündemi belirlemek ve üyeler arasında fikir birliği oluşturmak için öncü rol oynamaktadır (G20 Argentina, 2018).

Son 20 yılda uluslararası ekonomik görünümde önemli değişikliklere gidilmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerinin önemi, küresel ekonomi ve finansal piyasaların artan entegrasyonu ile uluslararası ekonomik ve finansal işbirliğinin geliştirilmesinin önemi netleşmiştir (G 20 Information Center, 2007; 5). Dünyada önemi yüksek olan herhangi konunun bu grupta tartışılmasıyla tedbirler alınması ve taahhütler verilmesi G-20'nin kuruluşunun önemini artmıştır.

G-20'nin çalışma konularında uluslararası gündeminin şekillendirilmesine, fikir birliği sağlanamayan alanlardaki ekonomik ve mali konuları tartışmaya ve önderlik etmeye destek olmuştur. Özellikle, G-20 ülkeleri, uluslararası finansal krizleri önleme ve çözme yollarının tartışılması için önemli bir forum oluşturmaktadır. Bu grubun önemli başarılarından biri, ekonomik ve finansal şeffaflığı artırmak ve finansal sistemleri güçlendirmek amacıyla uluslararası kabul görmüş standart ve kodlarının onaylanması olarak görülür (G 20 Information Center, 2007; 5). Dolayısıyla finansal sistem açısından yeni bir finansal mimari tasarımında rol oynarken daha etkin ve verimli bir yapı oluşmasına sebep olmaktadır.

2.2. Makro Ekonomi ve Tahvil Piyasaları Arasındaki Etkileşim

Tahviller, tasarruf edilen fonları finansal sistemde toplayıp yatırımcılara aktarılmasında önemli rol oynamaktadır. Yatırımcılar bu tasarrufları üretim amaçlı kullanmaktadır. Bu noktada hem ekonomik sistem hem de ekonominin kolu olan finansal sistemin fonksiyonlarının çalışmasına ve etkinleşmesine katkı sağlamaktadır.

Devlet tarafından tahvil için vergi uygulanmaması ve vergi konusuna girmeyen tasarrufları üretime kanalize edilebilir. Nitekim geçmişte bu tür tasarruflar ve kamu tarafından borçlanma geliri olarak toplanıp ekonomide gereksinim duyulan yatırım ve tüketim alanlarına harcanarak ekonomiye katkı sağlamaktadır. Ülke vatandaşları tasarruflarının değerini koruma güdülerini ile altın, kıymetli madenler ve gayrimenkul gibi kıymetlerin yatırımına yönlendirmektedir. Ülkede altın ve kıymetli madenler üretilmiyorsa ülkeden döviz çıkışına neden olup satın alma gücü azaltabilmektedir. Devlet tarafından atıl kalmış olan fonları güvenli bir havuz oluşturmasıyla getiri sağlamanın yanında döviz kuru yükselmesine engel olunabilmektedir (Kara, 1990; 120-121). Bu fonksiyonun yerine getirilmesi için devlet tahvilleri başta olmak üzere özel sektör tahvilleri üstlenebilmektedir. Özel sektörün liberalleşmesiyle birlikte piyasa gelişiminde devletin yanında önemli bir yer almaya başladığı bilinmektedir.

İhalelerde, mahkemelerde ya da teminat gerektiren herhangi bir işte, devlet tahvillerinin kabul edilmesi ile tahvillere yönelik talep artarken tahvil, yatırımcılarına faiz getirisi sunmaktadır. Teminatların tahvil ile kabullenmesi daha çok enflasyon döneminde önem arz etmektedir. Paranın teminat olarak yatırıldığı ortam, enflasyon döneminde ise paranın değer düşüklüğe uğraması ve alım gücü kayıp etmesine neden olmaktadır. Devlet tarafından alacaklı bulunan kurumlara hazine bonusu ihraç ederek iskontolu bir fiyatla kısa dönemde likidite sorunu giderebilir (Kara, 1990; 121). Ayrıca tahviller sermaye piyasasının etkileşimine katkı sağlarken ekonomik büyümeye ve sosyal refaha katkı sağlayabilir. Söz konusu bireysel yatırımcılar açısından baktığımızda, tahvillerin faizi yükselirken ev veya araba alma kararı ertelenecektir. Bunun aksi, yüksek faiz oranı ile gelirin yükselmesi ile tasarruf etme imkânı sağlayacaktır. Konuya geniş bir yelpazede baktığımızda faizin yükselmesi sadece tüketicilerin tasarruf ve harcamaları etkilemeyip, firmaların yatırım kararlarını da etkilemektedir. Tahvil ve kredileri faiz oranlarının dalgalanmaları aynı yönde olduğu için iktisatçılar topluca inceleyerek değerlendirmektedir (Mishkin, 2013; 45).

Fona gereksinim duyan her hangi bir ülke faiz oranını yükseltmesi gerekebilmektedir. Ayrıca devletin para piyasasını yönetimi bakımından, tahviller bu fonksiyonu üstlenmektedir. Ne zaman finansal sistemde dolaşımdaki para fazla ise devlet tahvil satarak piyasadan para emecektir. Tam tersi ise, finansal sistemde dolaşımdaki para eksik ise devlet piyasaya tahvil alımı yaparak para enjekte eder. Böylece tahviller ekonomik ve finansal sisteminin etkinleştirmesinde kullanılmaktadır (Kara, 1990; 122). Ancak kamu harcamaları ve yatırımlarının finansmanı için devletlerin iç borçlanmaya gitmesi, özel sektör tahvillerinin bu piyasadan itmesine neden olmaktadır. Literatürde “dışlama etkisi” (Crowding Out) olarak bilinen özel kesimin yatırım ve harcama mekanizmasının etkinleşmesini önlemektedir.

Piyasa dalgalanmaya başladığında birçok yatırımcı tahvil alma eğiliminde bulunur. Aslında tahviller sermaye piyasasında yatırım aracı olarak güvenli bir liman görevini üstlenmektedir. Küresel piyasalara baktığımızda, uluslararası tahvil çıkarılması için iki önemli faktör bulunmaktadır. Birincisi, ülke sınırları ötesinde sermaye akımının sağlaması iken; ikincisi şirketlerinin yeni bir arayış içerisine girme isteğidir. Ayrıca borçlanacak kurumların uluslararası piyasalardan borçlanmaları teşvik edilmektedir. Bunun bir kaç nedeni olabilir.

1. Bir kısmı finans kontratlarının ulusal piyasada sınırlı kalması ve uluslararası arenada yatırım yapmak için yabancı para birimi cinsinden ihraç edilen tahvillere ihtiyaç duyulmasıdır.
2. Bazı borçlular, özellikle OECD üyesi olmayan ülkeler gelişmiş ulusal tahvil piyasaya sahip değiller. Bu ülkeler geleneksel yaklaşım ile uluslararası tahvil piyasasında rol oynamıştır. 1982’de borç krizinin başlaması ile sadece birkaç ülke 1989 senesine kadar borçlanmaya devam etmiş olup %3’ü borçlarını ödenmemiş konuma gelmiştir.
3. Otoriteler genellikle ulusal piyasalarının gelişimi ile ilgilenmektedir.
4. Bir diğer neden ise, tahvil ihraç edenin vergi stopajı kullanılmasıdır (Benzie, 1992; 20). Dolayısıyla otoritelerin uluslararası alanda kaynak sağlaması açısından engel olması, ülkenin kalkınmasına istekli olmaması anlamına gelebilir. Çünkü uluslararası alanda borçlanma maliyetinin daha düşük olması fırsat maliyeti oluşturur. Böylece ulusal piyasada etkinleşebilir haldeyken etkinleşemez.

2.3. G 20 Ülkelerinin Makro Ekonomi Göstergeler ve Tahvil Piyasası

Bu bölümde G20 ülkelerinin makro ekonomi genel görünümü ve tahvil piyasalarını incelenecektir. G20 ülkeleri tek tek ülkeleri ele almak yerinde dünyada oluşmuş politik ve ekonomik gruplar bazında ele almakla daha isabetli değerlendirme yapılabilir. Bu nedenle G20 ülkeleri G7, BRİCs, MİKTA, Avrupa Birliği gruplar halinde incelenecektir. Ancak Suudi Arabistan ve Arjantin iki ülkede söz konu gruplarda yer almadıkları için ayrı ele alınacaktır.

2.3.1. G7 Ülkeleri

1975'te G7 grup oluşumu Fransa'da düzenlenen ilk zirve, Fransa Cumhurbaşkanı Giscard ve Almanya Başbakanı Schmidt'in başlattığı Avrupalı bir fikirdi. G7 dünyanın en yüksek seviyede sanayileşmiş ekonomisinin bir forumudur. 1975'te Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, ABD ve Birleşik Krallık'tan oluşan G6; Kanada 1976'da gruba katılımı ile G7 grubu uluslararası ekonomik ve parasal konuları tartışmak üzere yedi ülkenin hükümet liderlerinden oluşmaktadır (Bayne: 1995). Bu ülkeleri ekonomik büyüklüğü sırası ile incelenecektir.

2.3.1.1. ABD ekonomisi ve tahvil piyasası

ABD dünyanın en büyük ekonomisine sahip olan ülkesidir. Konu ile ilgili ABD makroekonomik göstergesi ile tahvil piyasasındaki yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.1.1.1. ABD makro ekonomik göstergeler

Dünyanın en büyük ekonomisine sahip olan ABD, dünya ekonomisi ile de entegre haldedir. ABD ekonomisi bir düşüş yaşarsa diğer ekonomileri de olumsuz etkilemektedir. ABD ekonomisindeki gelişmeler, büyüklüğü ve uluslararası bağlantıları nedeniyle, küresel ekonomi için önemli etkilere sahip olmaktadır. ABD dünyanın en büyük ekonomisi olarak piyasa döviz kurlarında, küresel üretiminin yaklaşık %22'sini ve borsa büyüklüğünün üçte birini oluşturmaktadır. Küresel ticaret akışlarının yaklaşık ondan birini, küresel DYY stokunun beşte birini, ödeme sistemlerdeki dövizlerinin beşte birine ve küresel enerji talebinin beşte birini oluşturan ABD, neredeyse tüm küresel pazarlarda öne çıkmaktadır (Kose ve Diğerleri, 2017;1) ABD ekonomisi en önemli ekonomik krizlerden birini 1929

senesinde yaşamıştır. Dünya taleplerine karşın üretim dengesizlikten dolayı borsa çökmüştür ve birçok firma, fabrika iflas etmiştir. Daha sonra ABD, bankacılık sistemi, para piyasası ve tarım sistemi reformlarını yapmış ve gelişimini hızlandırılmıştır. Bugün ABD ekonomisi ağırlıklı olarak hizmet sektörü ve sanayi sektörüne dayalıdır. ABD, küresel 2007-2008 yılı finansal krizi dünyanın dört bir yanındaki pek çok ülke gibi hızlı bir toparlamada önemli engelleri bertaraf etmiştir. Ancak, ABD ekonomisi yine de hızla artan bir oranda iyileşmiştir (Furman, 2014;1). Aşağıdaki tablo 2000-2016 yıllar arası ülke bazı makro ekonomi değişkenleri yer almaktadır.

Çizelge 2.1. ABD seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat / GSYH (Finans Sektörü)	Toplam Krediler/GSYH (Ulusal)
2000	10.284.779	4,09	3,38	9,23	60,7741	191,57
2001	10.621.824	0,98	2,83	6,92	63,8252	199,36
2002	10.977.514	1,79	1,59	4,68	65,1148	192,53
2003	11.510.670	2,81	2,27	4,12	64,8537	207,54
2004	12.274.928	3,79	2,68	4,34	63,8883	214
2005	13.093.726	3,35	3,39	6,19	64,1716	217,29
2006	13.855.888	2,67	3,23	7,96	66,4031	227,02
2007	14.477.635	1,78	2,85	8,05	70,4946	236,33
2008	14.718.582	-0,29	3,84	5,09	77,872	216,86
2009	14.418.739	-2,78	-0,36	3,25	83,2097	228,35
2010	14.992.052	2,72	1,64	3,25	80,5757	224,74
2011	15.542.582	1,55	3,16	3,25	79,3782	224,81
2012	16.197.007	2,25	2,07	3,25	80,2137	227,19
2013	16.784.851	1,84	1,46	3,25	80,9765	239,07
2014	17.521.747	2,45	1,62	3,25	81,3575	242
2015	18.219.297	2,88	0,12	3,26	80,959	235,48
2016	18.707.189	1,57	1,26	3,51	81,3141	240,81
2017	19.485.394	2,22	2,13	4,10		249,69

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country> , (21.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda Amerika Birleşik Devletleri 2000-2017 yıllar arası GDP gelir yükseliş gösterirken, büyüme oranı nispi düşüş kayıtlı etmiştir. 2008 Dünya krizi başlangıcı ABD'den kaynaklı olup ekonomisi olumsuz etkilenmiş ve dünyaya yayılmıştır. 2000-2017 yıllar arası enflasyon ve borçlanma faiz oranı düşük seviyelerde kayıtlı edilmiştir. Toplam mevduatı/GSYH ve toplam kredi/GSYH oranları yükseliş trende girdiği görülmektedir.

2.3.1.1.2. ABD tahvil piyasası

ABD'nin kuzeyinde 1816'de Philadelphia'da ilk olarak borsacılık faaliyetleri başlamıştır. 1 yıl sonra New York borsası açılışı ile tahvil ihraç işlemi görmeye başlamıştır. Bu dönemde ABD'de büyük altyapı yatırımların başlaması ile birlikte hisse senetlerinin ihracı yaygın hale gelmiştir. Faaliyette bulunan borsaların ve sermaye piyasası gelişiminin hızını artmıştır. Kısa zamanda birçok yerde borsalar faaliyet göstermeye başlamıştır. Bunun yanında denetim sürecini geliştirerek federal devlet tarafından tasarlanmış yeni mevzuat ile eyaletlerde entegrasyon ve örgütlenme çabası sonucunda bugün dünyanın en gelişmiş sermaye piyasasına sahip olmuştur (Tanör, 1999; 7).

Bugün ABD ekonomisi, sermaye piyasası, finansal sistemi dünyanın en büyük piyasa haline gelmiştir. Bu durum ABD küresel liderlik pozisyonu ile dış politikaya ve ekonomiye şekillendirme gücü vermektedir. Birçok bankacılık ve enerji sektörünün işlemleri yanı sıra ABD doları cinsi döviz rezervlerinin, uluslararası ticaret ve finans sisteminin yapısı, ABD'nin merkezi rolünü güçlendirmektedir (Goldman ve Rosenborg, 2015; 1). 1934'de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu "SEC" kurulmuş ve sermaye piyasası düzenleme sorumluluğu almıştır. Bugün ise en büyük ve güçlü düzenleyici kuruluşların arasındadır (SEC; 2018). Bir diğer düzenleyici kuruluş devlet kurumu olmayan Finans Sanayi Düzenleme Kurumu "FINRA", kayıtlı brokerlerinin faaliyetlerinin yürütülmesi hakkında kuralların tasarımı, bu kurların uygulamasının incelenmesi, piyasa şeffaflığı teşvik etmek ve yatırımcıları eğitmek gibi görevi üstlenmiştir (FINRA; 2018).

New York Borsası kısaltması "NYSE", New York'ta yerleşik bir borsadır. Nisan 2007'de New York Borsası, Euronext olarak bilinen Avrupa borsaları ile birleşmiştir. Ulusal Menkul Kıymet Satıcılar Birliği Otomatik Teklif Sistemi "Nasdaq" en büyük elektronik ekran tabanlı piyasadır (İnvestopedia; 2018). Aşağıdaki tabloda ABD'nin bazı sermaye piyasası değişkenleri yer almaktadır.

Çizelge 2.2. ABD sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	SGMK Stoku (milyar dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi, /(GSYH) Oranı	Ulusal Özel Sektör Borçlanma Senetleri /GSYH Oranı	Uluslararası Özel Sektör Borçlanma Senetleri /GSYH Oranı
2000	146,19	31.804.236	-	289,57	94,61	10,32
2001	138,33	22.240.645	-	196,61	98,83	14,64
2002	114,90	18.206.831	-	155,34	101,22	16,80
2003	110,69	17.322.982	-	139,39	102,96	18,34
2004	125,55	20.975.924	-	155,63	103,75	18,89
2005	128,39	24.820.123	24024	196,98	105,72	17,94
2006	133,39	34.198.150	26040	220,71	109,90	20,72
2007	137,36	57.900.406	28612	295,99	113,73	23,92
2008	109,70	70.647.088	30299	320,99	119,95	23,57
2009	92,96	46.735.935	31084	237,93	116,52	23,54
2010	108,32	30.454.798	31571	240,30	102,37	21,57
2011	107,38	30.750.596	32376	264,08	91,86	19,34
2012	107,03	23.226.926	33540	199,72	-	18,32
2013	128,71	23.285.193	34502	198,08	-	17,83
2014	146,21	28.104.938	35942	222,45	-	17,55
2015	142,65	29.992.641	36906	227,22	-	17,61
2016	141,29	28.388.867	38075	224,89	-	17,72
2017	153,96	25.871.633		204,18		

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2000-2017 yılları arası borsa kapitalizasyon/GDP oranı 2007 krize kadar yükseliş kriz döneminde düşüş ve kriz sonrası yükseldiği görülmektedir. Toplam işlem hacmi ise kriz dönemine kadar yükselirken kriz sonrası düşüş trende girmiştir. Sabit getiri menkul kıymetler toplam değeri ve hisse senetler işlem hacmi ise yükseliş kayıtlı etmiştir. İşlem gören hisse senedi değeri/GSYH oranı 2000-2005 yılları arası yükselirken 2005 yılı sonrası düşüş eğilimine girmiştir. Özel ulusal ve uluslararası borçlanma senetleri ihracı krize kadar yükselirken kriz sonrası düşüş yaşamıştır.

ABD devlet tahvili piyasası, dünyanın en büyük, en güvenilir ve en popüler piyasadır. Piyasadaki vade aralığı 1 ila 30 yıldır. Piyasanın orta vadeli tahviller, 10 yılı aşmayan Hazine notları “Notlar” ile temsil edilmektedir. Uzun segment, 20 ve 30 yıl vadeli Hazine bonolar “Tahvil” oluşmaktadır. Ayrıca ülkede enflasyon endeksli kupon oranına sahip menkul kıymetler “TIPS”ler bulunmaktadır. Piyasada bir yıl veya daha kısa sürede vade süresi olan menkul kıymetler, hazine bonolardan oluşmaktadır. Bonolar bir indirim veya par “yüz değeri” ile satılmaktadır (Cbonds, 2018). Özel sektör tahvillerinin ipoteğe dayalı tahviller,

federal tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetler ve şirket tahvilleri kapsamaktadır. Aşağıdaki tabloda tahvil piyasası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.3. ABD tahvil piyasası ihracı (milyar dolar)

Yıl	İpoteğe Dayalı Tahviller	Federal Tahvilleri	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	Şirket Tahvilleri
2000	779,9	446,6	240,3	575,1
2001	1.816,7	941,0	261,4	770,6
2002	2.514,9	1.041,5	268,6	636,7
2003	3.537,1	1.219,5	287,6	774,3
2004	2.428,3	877,8	330,6	775,8
2005	2.764,1	635,0	473,7	750,1
2006	2.691,1	691,8	658,2	1.058,4
2007	2.434,2	831,2	827,6	1.141,0
2008	1.394,0	924,8	215,2	717,0
2009	2.172,1	1.244,4	177,9	945,4
2010	2.012,6	1.362,1	125,9	1.055,4
2011	1.724,8	1.025,3	151,0	1.025,1
2012	2.195,1	925,5	259,0	1.371,2
2013	2.120,2	652,9	304,1	1.379,9
2014	1.439,6	558,7	393,4	1.438,4
2015	1.800,7	645,5	333,4	1.494,8
2016	2.044,2	927,9	325,4	1.527,6
2017	1.934,8	731,3	550,3	1.652,4

Kaynak: Sifma, <https://www.sifma.org/resources/research/fixed-income-chart/>, (8.07.2018)

Yukardaki çizelgeye 2000-2016 yıllar arası tahvil piyasasına baktığımızda ipotekli dayalı tahviller, 2008 yılına kadar yükselirken 2009 yılı sonrası istikrarsız ve nispi düşüş yaşamıştır. Federal tahvilleri istikrarsız eğiliminde gerçekleşti. Varlığa dayalı menkul kıymetler ise kriz dönemine kadar yükselirken kriz sonrası düşüş yaşamış ancak tekrar yükseldiği görülmektedir. Şirket tahvilleri ise kriz dönemine kadar yükseldiği kriz döneminde düşüş ve kriz sonrası tekrar yükseldiği görülmektedir.

2.3.1.2. Birleşik Krallık ekonomisi ve tahvil piyasası

Birleşik Krallık makro ekonomik göstergesi ile tahvil piyasasındaki yeri başlıklar altında incelenecektir.

2.3.1.2.1. Birleşik Krallık Makro Ekonomik Göstergeler

Avrupa Birliği'nde İngiltere üye iken Almanya'dan sonra ikinci büyük ekonomiye sahipti. Ülke GSYH'nin %80 üzeri hizmet sektörü %20 sanayi sektörü oluşmaktadır. Ülke ekonomisi 1992 yılı itibariyle istikrarlı bir şekilde büyümüştür. 1994 – 2004 yıllar arası Borç/Gelir oranı yüksek seviyede gerçekleşmiştir. 2007 senesine kadar büyüyen ekonomi, Dünya krizi ile olumsuz etkilemiş olup bugün ise tamamıyla iyileşmemiştir.

Çizelge 2.4. İngiltere seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat/GSYH (Finans Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	1.647.951	4,09	1,18	5,96	98,85	116,64
2001	1.621.510	0,98	1,53	5,12	103,82	122,81
2002	1.768.408	1,79	1,52	4,00	105,14	127,98
2003	2.038.395	2,81	1,38	3,70	106,67	131,89
2004	2.398.555	3,79	1,39	4,38	111,17	140,42
2005	2.520.701	3,35	2,09	4,65	119,46	146,21
2006	2.692.612	2,67	2,46	4,64	128,87	155,51
2007	3.074.359	1,78	2,39	5,51	140,15	171,01
2008	2.890.564	-0,29	3,52	4,68	151,55	193,75
2009	2.382.825	-2,78	1,96	0,64	163,39	207,85
2010	2.452.899	2,72	2,49	0,50	-	205,26
2011	2.634.895	1,55	3,86	0,50	-	196,02
2012	2.676.605	2,25	2,57	0,50	-	191,14
2013	2.753.565	1,84	2,29	0,50	-	179,07
2014	3.034.729	2,45	1,45	0,50	-	166,22
2015	2.896.420	2,88	0,37		-	160,53
2016	2.659.238	1,57	1,01		-	165,26
2017	2.637.866	2,22	2,56		-	166,53

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (23.02.2019).

2000–2016 yıllar itibariyle İngiltere ekonomisine baktığımızda GSYH gelir istikrarlı ve yükseliş eğilimi gerçekleşmiştir. Büyüme oranı 2005-2016 yılları kapsayan nispi düşüş seyir etmiştir. Enflasyon oranı düşük seviyelerde kayıt ettiği görülmektedir. Toplam mevduatı 2000-2009 yıllar arası yükselmiştir. Ulusal finansal sektörün yarattığı kredi ise 2000-2010 yıllar arası yükseldiği ve 2010 yılı sonrası düşüş eğilimine girmiştir.

2.3.1.2.2. Birleşik Krallık tahvil piyasası

Londra finansal sektörü GSYH'nin %10'ü oluşmakta olup dünya sermaye piyasasında önemli konuma sahiptir. Ayrıca ülkede vergi gelirinin %11 Londra finansal sektöründen

sağlanmaktadır. Londra Menkul Kıymetler Borsası, dünyanın en eski borsalarından biridir ve 300 yıldan daha uzun bir süre geçmişi bulunmaktadır. Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu, Londra Menkul Kıymetler Borsasının Milan Borsası, Borsa İtalyan ile birleşerek Ekim 2007'de kuruldu (Londra Stock Exchange Group; 2018). İngiltere’de sermaye piyasaları zaman sürecinde özelleştirme hızlı bir şekilde büyümüş ve dünyada en önemli borsaların arasında yer almıştır. Hükümet tarafından Sterlin bazlı menkul kıymetleri ihracı England bankası tarafından iki yöntemle halka arz ederek satış yapılmakta ya da ihale yoluyla işlem görmektedir. Diğerleri ise 1. Kotasyon dışı Menkul Kıymetler Piyasası 2. Üçüncü Piyasa 3. Tezgahüstü Piyasalarında işlem görmektedir. Sterlin cinsinden olmayan menkul kıymetler Eurobond kategorisine girmekte olup Sendikasyonu vasıtasıyla ihraç edilir. İngiltere sermaye piyasası düzenleyen kurum Finansal Services Act 1986 hükümlerine tabi olmaktadır. Sermaye piyasasının denetimi ise Menkul Kıymetler ve Yatırım Kurulu “Securities and Investment Board” üstlenmektedir (Tanör, 1999; 17-18).

Çizelge 2.5. İngiltere sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi /GSYH	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	161,60	111,25	18,26	29,96
2001	141,92	116,80	17,28	34,45
2002	115,70	59,24	17,30	40,56
2003	108,79	61,11	17,00	49,23
2004	115,01	67,59	16,35	53,16
2005	115,95	68,63	15,08	56,17
2006	127,39	102,63	14,85	70,87
2007	129,11	128,41	15,81	75,65
2008	94,38	94,64	15,56	89,95
2009	94,01	117,82	15,93	124,73
2010	121,79	130,99	15,05	116,84
2011	118,69	115,18	12,32	106,53
2012	112,11	92,30	-	103,98
2013	-	60,83	-	102,09
2014	-	77,67	-	86,64
2015	-	-	-	86,13
2016	-	-	-	87,59

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, (24.02.2019).

2000- 2012 yıllar arası borsa kapitülasyonu ve 2000-2014 yıllar arası işlem gören hisse senetlerinin düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Özel sektör ulusal borçlanma senetler stoku 2000-2011 yılına kadar düşüş eğilimine girerken uluslararası özel sektör borçlanma

senetleri 2000-2013 yıllar arası yükselmiştir. Ancak 2013 yılı sonrası düşüş kayıt ettiği görülmektedir.

İngiltere’de ORB “Order Book” elektronik ticaret alt yapı altında ülkedeki firmalar tahvilleri ihraç etmektedir. Bir çok yatırımcılar sabit getiri tahvilleri işlem görürken artan özel sektör tahvil yatırımcılarının sayısı sonucunda piyasa önem göstermeye başlamıştır.

2.3.1.3. Japonya makro ekonomik göstergesi ve tahvil piyasası

Japonya makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri aşağıdaki iki başlık altında incelenecektir.

2.3.1.3.1. Japonya makro ekonomi göstergesi

İkinci dünya savaşı Japonya ekonomisine ağır bir darbe vurulmuştur. Ekonomide yaklaşık %40 sermaye kaybı ve 13 milyon işsiz ortaya çıkmıştır. Ülke doğal kaynak sınırlı olmasına rağmen dünyanın en gelişmiş ve büyük ekonomilerin arasındadır. Ülkede tasarruf yüksekliği sonucunda ödemeler bilançosunun fazla vermesi finansal sisteminin gelişmesine neden olmaktadır. Ülke ihracata dayalı bir ekonomiye sahip olması dünyadaki risk ve belirsizliklerden etkileme oranı oldukça yüksektir. Aşağıdaki tabloda 2005–2016 yıllar arası bazı makroekonomi göstergeler yer almaktadır.

Çizelge 2.6. Japonya seçilmiş makro ekonomik göstergesi

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH (Finans Sektörü)	Toplam Krediler /GSYH (Ulusal)
2000	4887519	2,78	-0,68	2,07	219,80	295
2001	4303544	0,41	-0,74	1,97	201,89	285,17
2002	4115116	0,12	-0,92	1,86	183,95	293,15
2003	4445658	1,53	-0,26	1,82	185,31	302,11
2004	4815148	2,20	-0,01	1,77	184,43	298,36
2005	4755410	1,66	-0,28	1,68	183,74	296,66
2006	4530377	1,42	0,25	1,66	182,91	290,99
2007	4515264	1,65	0,06	1,88	180,42	282,91
2008	5037908	-1,09	1,38	1,91	187,12	289,68
2009	5231382	-5,42	-1,35	1,72	200,41	315,62
2010	5700098	4,19	-0,72	1,60	200,18	313,82
2011	6157459	-0,12	-0,27	1,50	208,45	322,30
2012	6203213	1,50	-0,05	1,41	212,44	329,73
2013	5155717	2,00	0,35	1,30	213,92	338,65
2014	4850413	0,37	2,76	1,22	217,57	346,49
2015	4394977	1,35	0,79	1,14	215,53	342,73
2016	4949273	0,94	-0,12	1,04	218,23	348,61
2017	4872415	1,73	0,47	0,99	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country><https://stats.oecd.org/>, (27.02. 2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2000-2017 yılları arası GSYH'si 2012 yılına kadar yükseldiği daha sonra düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Büyüme oranı düşük seviyelerde kayıt ederken 2008, 2009 ve 2011 yılları negatif oranı ile gerçekleşmiştir. Toplam mevduatı 2007 krize kadar düşüş kriz sonrası yükseldiği görülmektedir. Ulusal finansal sektörün yarattığı kredi ise artış kayıt etmiştir.

2.3.1.3.2. Japon tahvil piyasası

Asya kıtasına baktığımızda sermaye piyasası alanında Japonya'nın başkenti Tokyo ilk başta gelmektedir. Bu piyasanın halka arzı büyük oranı kamu hâkimiyeti ile sürdürmektedir. Japonya'nın Tokyo, Osaka ve Nagoya gibi kentlerinde birincil sermaye piyasasının alt yapısı yatırımcılara elverişlidir. 1878'de Tokyo Borsası açılmış olup faaliyete başlamıştır. İkinci dünya savaş sonrası tekrar Tokyo'da borsacılık işlemi başlamıştır. Birincil piyasalarda Japonya'nın Namura, Daiwa, Nikko, Yamaichi dört büyük aracı kuruluşlarının finansal araçları halka arz etme açıdan tercih edilir (Tanör, 1999; 15-16). Japonya finansal piyasası dünyanın en gelişmiş finansal piyasalardandır. Ülkede tasarruf alışkanlıkları, finansal piyasalarının gelişimine önemli katkı sağlamıştır. Diğer bir etki ise piyasada finansal

kuruluşlarının çok gelişmiş olmasıdır. Japonya 19. yüz yılda sermaye piyasası gelişimi hız kazanmıştır (Ünal, 1990; 64).

2003 yılının Ocak ayında, Japonya Menkul Kıymetler Takas Kurumu (JSCC), Japonya'da “Menkul Kıymet Yükümlülüğü Varsayım Hizmeti” yürütmek üzere ilk takas merkezi olarak takas işlem görmeye başlamıştır. (JSCC; 2018). 2013’de Japonya Borsa Grubu kuruldu. 2013’de Osaka Menkul Kıymetler Borsası'nın “OSE” nakit sermaye piyasası Tokyo Menkul Kıymet Borsasına “TSE” entegre edilmiştir.

Çizelge 2.7. Japonya sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GDP Oranı	Toplam Sermaye Piyasası İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanma Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanma Senetler /GSYH
2000	80	2.641.068	50,76	87,41	5,75
2001	59	1.834.418	39,55	92,81	5,81
2002	52	1.688.261	42,10	113,09	5,95
2003	58	2.221.254	52,36	125,21	5,98
2004	70	3.352.475	71,81	131,55	6,02
2005	85	4.679.558	91,22	122,68	5,57
2006	99	6.258.821	121,37	128,77	6,79
2007	98	6.765.972	145,86	138,98	7,65
2008	80	5.887.892	123,24	161,82	7,58
2009	64	4.158.347	73,94	160,09	7,15
2010	65	3.966.746	74,92	179,04	6,64
2011	61	4.160.543	70,00	185,00	5,91
2012	55	3.605.593	53,95	173,09	6,04
2013	71	6.516.058	117,99	175,35	7,59
2014	89	5.443.887	99,88	170,72	8,47
2015	100	5.540.697	126,77	192,44	9,94
2016	105	5.618.264	105,68	181,94	9,43
2017	113	5.812.880	118,59		

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, (24.02.2019).

2005-2016 yıllar arası Japonya sermaye piyasası borsa kapitalizasyonu /GSYH oranı yükseldiği görülmektedir. Sermaye piyasası işlem hacmi 2007’de en yüksek seviyeye ulaşırken dünya krizi nedeniyle 2012’e kadar düşüş yaşamış 2013 sonraki yıllarda yükseldiği görülmektedir. Hisse senedlerinin işlem hacmi dünya kriz sonrası 2009-2013 yıllar arası düşüş yaşamıştır. 2013 sonrası yükseliş kayıt etmiştir. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri /GSYH oranı çok yüksek ve hızlı yükselmiştir. Özel sektör uluslararası borçlanma senetleri çok düşük seviyede ancak nispi yükseldiği görülmektedir.

Japonya küresel finans krizi sırasında ABD'ye kıyasla fonlama piyasasında daha az kesintiye uğramıştır. Bunun başlıca nedeni, ABD'deki düşük kaliteli mortgage kredilerine bağlı olan çeşitli karmaşık menkul kıymetleştirilmiş ürünlere daha az maruz kalmasıdır. Japonya sermaye piyasası küresel durgunluk sırasında uluslararası ticarete çöküntüye uğramıştır (Hoshi ve Yasuda; 2017).

Japonya tahvilleri; devlet borçlanma senetleri, belediye borçlanma senetleri, devlet kuruluş tahvilleri, banka tahvilleri, şirket tahvilleri, endüstriyel tahviller ve yabancı tahviller olarak sınıflandırılabilir (JSRI, 2016; 78). Japonya tahvil piyasasının %90 üzeri devlet tahvili hâkimiyetindedir. Bu da borçların Japonya'da risksiz olduğu ve çeşitli yatırım ihtiyaçları için fon yarattığı düşünülmektedir (JSRI, 2016; 95). Aşağıdaki tabloda Japonya tahvil piyasası genel durumu yer almaktadır.

Çizelge 2.8. Japonya tahvil piyasası görünümü

Yıl	Özel Sektör Tahvili İhraç Tutarı (Birim: 1.000 yen)	Tahvil Stoku (milyar dolar)	Tahvil Stoku/ GSYH (milyar dolar)
2005	41109315270	8997	1.97
2006	34507746500	8925	2.05
2007	36038839960	9481	2.18
2008	33460861040	12068	2.49
2009	34369737870	12067	2.40
2010	32616074740	14315	2.60
2011	29327268400	15493	2.62
2012	30237086310	14371	2.41
2013	29819563260	12057	2.46
2014	29110190740	10835	2.36
2015	25711422010	10925	2.65
2016	28362712940	13582	2.87
2017	28988498280	y. 12266	2.51

Kaynak: Japan Securities Dealers Association, <http://www.jsda.or.jp/en/statistics/bonds/index.html>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (1.08.2019)

2005-2017 yılları arası Japonya tahvil piyasasına baktığımızda devlet tahvil ihracı düşüş eğiliminde iken özel sektör tahvili yükseliş yaşanmıştır. Özel sektör tahvili gelişimi yanında Japonya tahvil stoku yükselirken GSYH oranlaması ile yükseliş trende girmiştir. Ayrıca Dünya kriz döneminde Japonya tahvil piyasası çok düşük seviyede de olsa olumsuz etkilenmiştir.

2.3.1.4. Almanya ekonomisi ve tahvil piyasası

Almanya piyasasını makroekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.1.4.1. Almanya makro ekonomik göstergeler

Dünyada ABD ve Japonya'dan sonra üçüncü büyük ekonomiye sahip olan Almanya, Avrupa'nın da en büyük ekonomisine sahiptir. Almanya ekonomisi ağırlıklı olarak hizmet ve sanayi sektörü dayanmaktadır. Avrupa birliğine üye olan İrlanda, Portekiz ve İspanya gibi ülkeler, kamu borç yükü sorunu ve bölgede ortaya çıkardıkları ekonomi de etkilemiştir. Almanya otomobil sektörü, elektronik sektörü, ağır sanayi sektörü, kimyevi ürünler sektörü Dünyanın en önde gelen sektörlerdir. Aşağıdaki tabloda 2005 -2017 yılları arası Almanya'nın genel ekonomik görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.9. Almanya seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Toplam Krediler /GSYH (Finans Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	1.949.953	2,96	1,44	90,91	-
2001	1.950.648	1,70	1,98	59,42	139,57
2002	2.079.136	0,00	1,42	60,37	138,10
2003	2.505.733	-0,71	1,03	62,29	137,08
2004	2.819.245	1,17	1,67	62,42	134,17
2005	2.861.410	0,71	1,55	63,39	132,60
2006	3.002.446	3,70	1,58	64,00	127,36
2007	3.439.953	3,26	2,30	65,35	120,48
2008	3.752.365	1,08	2,63	69,84	122,28
2009	3.418.005	-5,62	0,31	74,71	128,45
2010	3.417.094	4,08	1,10	72,56	164,80
2011	3.757.698	3,66	2,08	72,98	161,97
2012	3.543.983	0,49	2,01	75,76	156,92
2013	3.752.513	0,49	1,50	77,51	136,89
2014	3.898.726	2,18	0,91	78,17	139,46
2015	3.381.389	1,74	0,51	79,64	134,11
2016	3.495.162	2,24	0,49	81,11	133,09
2017	3.693.204	2,16	1,51		128,04

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, (5.03.2019).

2005–2016 yılları arası makro ekonomik genel görünümü baktığımızda GSYH yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir. Büyüme oranı ise düşük seviyede ve istikrarlı kayıt etmiştir. Enflasyon oranı düşüş yaşadığı görülmektedir. Toplam mevduatı 2000-2008 yılları

arası düşüş yaşarken 2008 yılı sonrası artış göstermiştir. Toplam krediler ise kriz dönemine kadar düşüş kriz sonrası 2011'e kadar yükseldiği ve daha sonra düşüş yaşamıştır.

2.3.1.4.2. Almanya tahvil piyasası

2002'de Almanya mali piyasaları, bankacılık ve sigortacılık düzenleyici kurumları birleşerek, Federal Mali Denetleme Otoritesi (BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) altında işlem görmeye başlamıştır. BaFin hem sermaye yapılarını hem de yatırımcıyı kurmak amacıyla piyasaları denetlemekle mükelleftir (TSPAKB, 2005; s.10). Aşağıdaki tabloda Almanya sermaye piyasası gelen görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.10. Almanya sermaye piyasası görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Hisse Senedlerinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanma Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanma Senetler /GSYH
2000	64,21	2.119.785	93,71	57,06	34,34
2001	59,13	1.423.371	66,70	53,04	38,34
2002	43,68	1.212.302	41,93	48,12	46,64
2003	37,90	1.299.327	40,60	46,70	49,85
2004	42,21	1.541.123	41,90	41,52	53,44
2005	41,78	1.915.305	45,02	34,92	51,32
2006	47,35	2.737.195	64,97	32,70	60,33
2007	56,43	4.324.928	94,62	35,41	60,69
2008	45,06	4.678.829	111,65	35,40	53,82
2009	34,20	2.240.331	52,31	36,51	58,94
2010	38,83	1.628.496	43,74	31,59	54,95
2011	35,83	1.758.185	41,88	24,02	50,56
2012	36,42	1.275.949	35,27	-	54,78
2013	46,20	1.334.545	34,98	-	51,39
2014	47,23	1.469.729	32,55	-	46,53
2015	46,95	1.555.549	42,72	-	48,52
2016	49,05	1.306.428	32,16	-	46,74
2017	54,26	1.481.703	42,20	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

2000 – 2016 yıllar arası borsa kapitilazisyonu düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Toplam işlem hacmi ise 2008 yılına kadar yükseldiği ve 2008 sonrası düşüş yaşadığı görülmektedir. Hisse senedinin işlem hacmi kriz dönemine kadar yükseldiği kriz sonrası düşüş gerçekleşmiştir. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri 2000-2011 yıllar arası düşüş

yaşarken, özel sektör uluslararası borçlanma senetleri kriz dönemine kadar yüksek seviyeye yaşarken kriz sonrası düşüş trende girmiştir.

Almanya banka bazlı bir finansman sistemi ile karakterize edilmesi banka kredileri finansal olmayan kurumlar için dış finansmanda çok önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, şirketlerin finansman yapıları değişime uğramaktadır. (Creditreform, 2014; 6). Almanya’da bireysel yatırımcılar tahvil piyasasında önemli miktar tahvile sahiptir. Ancak direkt yatırımcı olmayıp emeklilik fonlar ve sigorta şirketler gibi yatırımlar tahvil varlıklarına yatırılmaktadır. Almanya tahvil piyasalarının değeri toplam hisse senedi ve tahvillerinin değerinin üçte ikisine sahiptir. Alman tahvil piyasasının yaklaşık% 60’ı devlet tahvili,% 29’u şirketler ve% 11’i varlık destekli piyasalar oluşmaktadır. Almanya’da kurumsal tahviller ağırlıklı olarak otomotiv, inşaat ve inşaat malzemeleri, finans (sigorta), kamu hizmetleri, Telekom, tütün ve gıda sektörler yer almaktadır.

Çizelge 2.11. Almanya tahvil piyasası görünümü (milyon euro)

Yıl	Bankacılık Sektörü Borçlanma Senetlerinin İhracı	Şirket Tahvili İhraç Tutarı
2001	1506640	22339
2002	1563034	36646
2003	1603906	55076
2004	1685766	73844
2005	1751563	83942
2006	1809899	99545
2007	1868066	95863
2008	1876583	178515
2009	1801029	227024
2010	1570490	250774
2011	1515911	247585
2012	141,349	220456
2013	1288340	221851
2014	1231445	232342
2015	1154173	257612
2016	1164965	275789
2017	1170920	302543

Kaynak: Deutsche Bundesbank, <https://www.bundesbank.de> , (1.09.2019).

2001-2017 yıllar arası bankacılık sektörü borçlanma senetlerinin ihracı, devlet tahvil ihracı ve şirket tahvil ihracı yükseldiği görülmektedir.

2.3.1.5. Fransa ekonomisi ve tahvil piyasası yeri

Fransa piyasasını, Fransa makroekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki aşağıda iki başlık altında incelenecektir.

2.3.1.5.1. Fransa makro ekonomik göstergeler

Fransa dünyanın en büyük ekonomiler arasında yer almaktadır. 2016'de Fransa 1990 yıllar itibarıyla ülke ekonominin hızı düşüşü ile sorunlar yaratmıştır. 2002'de ülke petrol fiyatlarının düşmesi sonucu sermaye piyasasının gelişimi de azalmıştır. Ülke içi ekonomik sorunlarının yanında diğer gelişmiş ülkeler gibi krizden etkilenmiştir. Aşağıdaki tabloda ülkenin bazı makroekonomik verileri yer almaktadır.

Çizelge 2.12. Fransa bazı makro ekonomik görünüm (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Mevduat Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH	Toplam Kredi /GSYH
2000	1362248	3,88	1,68	2,63	61,76	-
2001	1376465	1,95	1,63	3,00	58,73	102,78
2002	1494286	1,12	1,92	3,00	58,28	100,53
2003	1840480	0,82	2,10	2,69	60,47	102,61
2004	2115742	2,79	2,14	2,25	62,66	103,10
2005	2196126	1,61	1,75	2,15	64,41	106,06
2006	2318593	2,37	1,68	2,44	66,04	127,02
2007	2657213	2,36	1,49	2,85	67,78	137,58
2008	2918382	0,20	2,81	3,67	73,34	143,24
2009	2690222	-2,94	0,09	1,92	78,24	140,57
2010	2642609	1,97	1,53	1,46	76,27	143,85
2011	2861408	2,19	2,11	2,08	75,34	145,88
2012	2683825	0,31	1,95	2,25	76,54	147,67
2013	2811077	0,58	0,86	1,60	76,73	143,81
2014	2852165	0,96	0,51	1,15	76,35	146,77
2015	2438207	1,11	0,04	0,90	76,79	147,41
2016	2465134	1,17	0,18	0,76	79,02	154,81
2017	2582501	2,16	1,03	0,79	-	157,44

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, (10.03.2019).

2000-2016 yıllar arası Fransa GSYH'si gelir nispi yükseliş trende girmiştir. Büyüme oranı, enflasyon ve mevduat faiz oranı düşük seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Finansal sektörün mevduatı ve ulusal finansal sektörünün yarattığı kredi artış kayıt edilmiştir.

2.3.1.5.2. Fransa tahvil piyasası

Dünya sermaye piyasası gelişimi hız kazanması ile birlikte Fransa’da sermaye piyasasının da geliştiği görülmektedir. Fransa’da 1964 yılında ilk büyük halka arz sayılabilecek Amerikalı bir şirket ile ortaklığı ağırlıklı olarak Fransız sahipliği ile işlem yapıldı. Bu dönemde ülke hukuksal anlamda yetersiz olması ve sermaye piyasasının geleceği iyi tasarlaması açısından yeni çalışmalar başlatılmıştır. 1966’da ülkenin aracı kuruluşlarını temsil eden Chambre Syndicale des Agents de Change tarafından piyasa kurları belirlemeye başlamıştır. Ardından 1967’de Borsa İşlemleri Komisyonu “Commission des Operations de Bourse” (COB) piyasanın güvenilirliği, verimliliği ve yatırımcıların korunması amacıyla önemli adımlar atmıştır (Tanör, 1999; 18-19). 1990 yıllardan bu yana ekonomi sorunları sermaye piyasasını da etkilemiştir. Bugün ise düzenleyici ve denetleyici Finansal Piyasalar Kurumu “The Autorité des Marchés Financier” “AMF” Fransa sermaye piyasasını düzenleme ve denetleme görevi üstlenmektedir (AMF; 2018).

Çizelge 2.13. Fransa sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	100,90	79,30	34,19	21,39
2001	94,03	71,26	35,24	26,77
2002	74,08	69,1	37,86	32,16
2003	68,47	59,93	40,58	37,18
2004	72,28	62,57	41,19	40,80
2005	75,70	57,90	38,31	40,82
2006	90,80	86,93	39,14	50,77
2007	101,17	108,98	46,59	54,52
2008	76,18	82,44	51,15	52,07
2009	62,02	47,73	53,78	64,21
2010	71,34	51,09	55,88	65,75
2011	62,38	46,48	56,26	62,26
2012	60,50	40,03	-	68,42
2013	74,14	39,33	-	66,89
2014	76,98	40,97	-	58,92
2015	78,61	-	-	61,22
2016	85,89	-	-	60,46
2017	95,72	-	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/https>, (24.02.2019).

2000-2017 yıllar arası borsa kapitalizasyonuna baktığımızda istikrarsız eğiliminde olduğu görülmektedir. Hisse senedilerinin işlem hacmi ise dalgalı ve düşüş yaşamıştır. Özel

sektör ulusal borçlanma senetleri ve özel sektör uluslararası borçlanma senetleri stoku yükseldiği görülmektedir.

2.3.1.6. İtalya ekonomisi ve tahvil piyasası

İtalya piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında değerlendirilecektir.

2.3.1.6.1. İtalya makro ekonomik göstergeler

Dünyanın en büyük 10 ekonomiler arasında yer alan İtalya, ikinci dünya savaşına kadar tarıma dayalı ekonomiye sahipti, bugün ise sanayi sektörü dayanıklı bir yapıya sahiptir. Ekonominin hareketlendirilen küçük, orta ve aile şirketlerinin ürettiği çeşitli ürünlerdir. Ekonomide önde gelen sektörler ise makine üretimi, ilaç, tekstil, petrokimya ürünler, elektrikli ürünler sektörüdür. Aşağıdaki tabloda İtalya 2005-2016 yılları arası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.14. İtalya seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH	Toplam Krediler /GSYH (Ulusal)
2000	1362248	3,88	1,68	7,02	49,02	-
2001	1376465	1,95	1,63	7,29	50,20	93,95
2002	1494286	1,12	1,92	6,54	51,55	93,53
2003	1840480	0,82	2,10	5,83	54,85	99,25
2004	2115742	2,79	2,14	5,51	55,87	100,33
2005	2196126	1,61	1,75	5,31	56,42	104,72
2006	2318593	2,37	1,68	5,62	57	108,62
2007	2657213	2,36	1,49	6,33	61,72	124,82
2008	2918382	0,20	2,81	6,84	68,96	137,61
2009	2690222	-2,94	0,09	4,76	74,34	146,29
2010	2642609	1,97	1,53	4,03	73,70	160,46
2011	2861408	2,19	2,11	4,60	71,12	164,12
2012	2683825	0,31	1,95	5,22	73,33	177,39
2013	2811077	0,58	0,86	5,14	75,61	172,71
2014	2852165	0,96	0,51	4,87	76,68	172,11
2015	2438207	1,11	0,04	4,13	78,03	169,73
2016	2465134	1,17	0,18	3,50	79,65	169,77
2017	2582501	2,16	1,03	3,00	-	165,16

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (5.03.2019).

2000-2017 yıllar arası GSYH yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı, enflasyon oranı ve borçlanma faiz oranı düşük seviyede gerçekleşmiştir. Toplam mevduatı ve toplam krediler artış göstermiştir.

2.3.1.6.2. İtalya tahvil piyasası

1974’ de İtalya sermaye piyasası İtalya merkez bankası ve Società la la Borsa'daki Nazionale Komisyonu (Consob)iş birliği ile denetlemektedir. 19 yüzyılın başlarında Milano borsası ve diğer birçok borsa sermaye piyasasında işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra küreselleşme ve AB özelleştirme mevzuatlarının açıklaması ile piyasa mevzuat entegrasyon sürecine girip özelleştirmiştir. 1997’de İtalya borsa adıyla yerel borsalar birleşerek tek bir çatı adı altında işlem görmeye başlamıştır (TSPAKB, 2005; 6). 1998 itibariyle faaliyet göstermeye başlayan İtalya borsası borsaların organizasyon ve yönetiminden sorumludur. 2007’de ise Londra borsasının bir parçası olmuştur (Borsa İtalyana, 2018).

Çizelge 2.15. İtalya sermaye piyasası görünümü (milyar dolar)

Yıl	Borsa Kapitalizasyonü/GSYH	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	61,2647	86,669143	27,5838	15,967
2001	55,1454	51,592497	26,6827	20,96
2002	40,9049	45,515615	29,1708	23,7025
2003	37,9168	46,664608	32,3128	25,5575
2004	40,8348	50,058209	31,54	27,9528
2005	42,9827	56,93282	28,6435	26,9524
2006	47,2751	62,232537	27,4098	34,2511
2007	49,7725	100,477	29,0814	38,2023
2008	35,3841	57,908105	31,6641	39,729
2009	26,3305	42,414155	37,6624	49,5418
2010	27,3534	31,333657	39,1242	47,9925
2011	21,9312	37,192146	37,7922	44,3062
2012	21,3383	37,75556	-	46,7969
2013	26,1981	36,141476	-	48,2442
2014	27,9968	95,53514	-	41,0438
2015	-	-	-	43,1215
2016	-	-	-	39,5404

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, (24.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda borsa kapitülasyonu düşüş eğilmende olduğu görülmektedir. Hisse senedlerinin işlem hacmi 2007-2008 krizine kadar düşüş gerçekleşirken kriz sonrası yükselmiştir. Gerek özel sektör ulusal borçlanma senetlerinin ve gerek özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin yükselmiştir.

2.3.1.7. Kanada ekonomisi ve tahvil piyasası

Kanada piyasasını makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.1.7.1. Kanada makro ekonomik göstergeler

Dünya'nın en zengin ülkelerin arasında yer alan Kanada, büyük petrol ve gaz kaynaklara sahiptir. Ayrıca dünyanın en büyük madeni kaynak ihraç eden ülkedir. Kanada savaş sonrası dönemde 1970'lerin sonuna kadar kişi başına düşen üretim, ABD'den bir süre daha üçlü bir büyüme gerçekleştirdi (Nicholson, 2003; 3). İmalat, madencilik ve hizmet sektörü ülke ekonomisinin gelişimine katkı sağlamıştır. Bugün hizmet sektöründe ülkenin %75 nüfusu istihdam eden Kanada, gelişmiş ülkeler arasında sektör bazında önemliliği ile istisnai bir durumdadır. Ülke endüstri açıdan kereste ve petrol iki önemli sektöre sahiptir. Ayrıca üretim sektörü ağırlıklı olarak araba ve uçak üretime odaklıdır. Kanada balıkçılık ve deniz ürünleri endüstrisinde dünyada sekizinci sırada yer almaktadır (Economy Watch; 2010).

Çizelge 2.16. Kanada seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Toplam Mevduat /GSYH oranı	Toplam Krediler/GSYH
2000	742293	5,18	2,72	66,16	111,06
2001	736379	1,77	2,53	108,76	197,89
2002	757950	3,01	2,26	146,89	192,31
2003	892380	1,80	2,76	141,63	186,31
2004	1023196	3,09	1,86	136,66	188,55
2005	1169357	3,20	2,21	138,47	196,52
2006	1315415	2,62	2,00	146,63	213,47
2007	1464977	2,06	2,14	128,76	149,88
2008	1549131	1,00	2,37	112,75	172,33
2009	1371153	-2,95	0,30	-	-
2010	1613464	3,08	1,78	-	-
2011	1788647	3,14	2,91	-	-
2012	1824288	1,75	1,52	-	-
2013	1842628	2,48	0,94	-	-
2014	1799268	2,86	1,91	-	-
2015	1552521	1,00	1,13	-	-
2016	1526953	1,41	1,43	-	-
2017	1647120	3,05	1,60	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country> , (17,02, 2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2000-2017 yılları Kanada GSYH'si yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı nispi düşüş yaşamıştır. Enflasyon oranı ise düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Toplam mevduatı ve toplam krediler yükseldiği görülmektedir.

2.3.1.7.2. Kanada tahvil piyasası

Kanada 1980'yılına kadar finansal sistemi dağınık haldeyken 1990'de toparlanmış olup daha etkin çalışmaya başlamıştır. 1999'de sermaye piyasası yeni yapılandırması ile %80 işlem hacmine sahip olan Toronto borsasını ülkede büyük şirketlerinin hisse senetlerini alım ve satım yapma tek borsa haline dönmüştür. Diğer borsalar birleşerek TSX Venture Exchange adı altında daha küçük hisse senetleri alım satma yetkisi verilmiştir (Dış Ekonomik İlişkiler Kurumu, 2015; 9). Kanada gelişmiş sermaye piyasasına sahiptir. Toronto Borsası (TSX), piyasa değeri açısından dünyanın yedinci büyüklüğüdür. Kanada bazı sektörlerde dünya liderlerinin arasındadır. Örneğin, dünyanın madencilik şirketlerinin yüzde 60'ı, petrol ve gaz şirketlerinin yüzde 50'si TSX veya TSX Girişim Borsası'nda işlem görmektedir (ASPIRE, 2007; 8). Aşağıdaki tabloda Kanada sermaye piyasası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.17. Kanada sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GDP Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	150,55	636533	84,67	30,68	14,45
2001	92,69	461557	60,56	30,23	17,40
2002	99,10	408165	59,17	29,17	18,59
2003	107,46	471544	56,76	31,73	19,34
2004	105,72	651059	69,05	31,90	19,36
2005	117,87	900493	79,71	32,00	18,23
2006	125,51	1281799	94,05	32,15	19,34
2007	136,71	1634870	119,11	33,06	23,16
2008	105,97	1716228	97,02	24,01	23,68
2009	96,51	1245457	97,21	29,48	31,70
2010	125,21	1368954	87,08	28,02	30,55
2011	117,78	1542174	82,41	26,29	29,31
2012	109,24	1357293	73,90	29,42	30,80
2013	112,37	1371478	71,83	30,25	33,65
2014	114,32	1408145	74,71	31,09	35,02
2015	110,17	1184829	70,61	31,32	41,63
2016	115,70	1176203	75,53	33,65	46,39
2017	133,95	1244344	77,68		

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK; <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımız gibi 2000-2016 yıllar arası borsa kapitülasyonu /GSYH oranı dalgalı ve düşüş kayıtlı etmiştir. Hisse senedlerinin işlem hacmi / GSYH oranı nispi istikrar kayıtlı etmiştir. Özel sektör borçlanma senetleri 2007-2008 krize kadar yükselirken kriz sonrası nispi düşüş yaşamış daha sonra eski seviye ulaşmıştır. Ancak özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir.

Kanada’da tahvil alım satım platformunda işlem görebilirken tezgahüstü piyasada da işlem görmektedir. Kanada şirket tahvil piyasası ABD pazarı ile yakından bağlantılıdır ve ABD pazarındaki yapıların, uygulamaların ve kurumsal düzenlemelerinin çoğu benimsemiştir. Kanada tahvil piyasası, 1990'larda ABD pazarına giderek daha fazla entegre olmuştur.

İkincisi Kanada tahvil piyasası talep faktörleri nedeniyle daha sınırlı ve ABD tahvil piyasasından daha az likit ve sıkı kalmıştır. Bunun temel nedeni şirket tahvillerinin ikinci piyasada alım ve satım işlemleri daha dar olmasıdır. Böylece ulusal piyasada büyük boyutlarda tahvil ihraç etmeleri mantıklı bulunmuyor ve borçlanma kalitelerine bakılmaksızın ABD piyasasını tercih etmeleri gerekmektedir (Cbonds, 2018).

ABD kurumsal tahvil piyasasının yakınlığı, Kanada piyasasının gelişimine önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Sonuç olarak, Kanada'da finansal olmayan şirketler tarafından ihraç edilen tahvil piyasası uluslararası standartlara göre nispeten büyüktür (Miville ve Bernier, 1999). Kanada kurumsal tahvil yatırımcıları temel olarak hayat sigortası şirketleri, emeklilik fonları, mevduat alan kurumlar ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar tarafından tutulur. Hayat sigortası şirketleri geleneksel olarak en büyük şirket tahvillerine yatırım yapmıştır.

2.3.2. BRICS Ülkeleri

2001 yılında gelişmekte olan ekonomiler olarak görülen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin “BRIC” grubu olarak isimlendirilmiştir. Daha sonra bu gruba Güney Afrika eklenerek “BRİCS” gurubu olarak adlandırılmıştır. BRICS terimi Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika’nın İngilizce karşılığı isimlerinin ilk harflarından oluşur. BRICS ülkeleri, ticaret, finansal uluslararası kalkınma işbirliğinin mimarisinde değişikliklere neden

olmuştur. BRICS Liderler Zirvesi, üye ülkelerin çeşitli iş fırsatları, ekonomik ve siyasi ve sosyoekonomik koordinasyon alanlarını tartışmalarını her yıl toplanmaktadır. BRICS Bölgesel ve uluslararası düzeyde gelişmekte olan ekonomilerinin ve politik güçlerinin liderlik konuma sahiptir. Yüksek büyüme oranı, ekonomik potansiyeli ve demografik gelişiminin BRIC'i daha da ileriye taşıyacağı ve artan alaka düzeylerinin de G7'ye dahil edilmelerine de yansıtacağı belirtildi. Dört ülke 2006 yılında bir grup olarak toplanmaya başlamış ve 2010 yılında Güney Afrika'nın gruba katılmaya davet edilmiştir. Coğrafi ve demografik özellikleriyle BRICS ekonomileri özellikle düşük gelirli ülkelerde küresel gelişimine ciddi şekilde etkilemektedir. Ticaret ve yatırımda istikrarı teşvik ediyor ve mevcut finansal krizde küresel durgunluğunun azalmasını amaçlamaktadır (European Parliament, 2018).

2.3.2.1. Brezilya ekonomisi ve tahvil piyasası

Brezilya piyasasını makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasa ile ilgili iki başlık altında incelenecektir.

2.3.2.1.1. Brezilya makro ekonomik göstergeler

1947'den 1980'e kadar, Brezilya imalat sektörü önceliği ile ekonomi büyümesi, hem gelişmiş hem de gelişmemiş ekonomilerin ortalamasının üzerine gerçekleştirdi (Nassif ve Diğerleri, 2013; 8). Ülke zengin doğal kaynaklar ve işgücü potansiyel sahipliği ile 1990'de başlattığı ekonomik ve yapısal dönüşüm reformları Brezilya'da son on yılda ekonomi hızlı büyüme yaşadı (Özsoylu ve Algan; 2011; 19).

Brezilya'nın ekonomisi 2000 yıllarında İşçi Partisi seçimi kazanması ile beraber önemli değişim geçirmiştir. Kişi başına GSYH'de çok az bir büyüme ile 2004'te başlayan büyük bir değişim gerçekleşmiştir (Weisbrot ve diğerleri, 2014; 4). Brezilya BRICS ülkeleri arasında çok hızlı büyüme sağlayan ülke olmuştur. Latin Amerika ülkeleri arasında en büyük ekonomiye sahip olan Brezilya, yeni petrol kaynakları bulunması, zengin doğal kaynakları ve tedarikçi ülkesi olarak gelecek 2050 yılında dünya ekonomi rolü belirleyecek ülkelerinin arasında yer alacağı tahmin edilmektedir (Gitmez, 2013; 9). Aşağıdaki tabloda ülke bazı makro ekonomik veriler yer almaktadır.

Çizelge 2.18. Brezilya seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH oranı	Toplam Kredi /GSYH
2000	655.420	4,39	7,04	56,83	39,84	70,68
2001	559.372	1,39	6,84	57,62	42,18	72,87
2002	507.962	3,05	8,45	62,88	40,57	75,18
2003	558.319	1,14	14,71	67,08	42,10	74,26
2004	669.316	5,76	6,60	54,93	43,57	72,91
2005	891.630	3,20	6,87	55,38	46,65	76,24
2006	110.764	3,96	4,18	50,81	50,10	82,91
2007	1.397.084	6,07	3,64	43,72	52,58	87,32
2008	1.695.824	5,09	5,68	47,25	54,51	85,91
2009	1.667.019	-0,13	4,89	44,65	53,39	90,47
2010	2.208.871	7,53	5,04	39,99	47,31	93,39
2011	2.616.201	3,97	6,64	43,88	47,67	95,16
2012	2.465.188	1,92	5,40	36,64	49,53	101,06
2013	2.472.806	3,00	6,20	27,39	50,64	100,05
2014	2.455.993	0,50	6,33	32,01	51,80	103,44
2015	1.802.214	-3,55	9,03	43,96	55,35	107,06
2016	1.796.275	-3,31	8,74	52,10	59,26	111,19
2017	2.053.594	1,06	3,45	46,92	-	111,36

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country> , (17.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda Brezilya 2000-2016 yılları arası GSYH'si yükseliş kayıtlı etmiştir. Büyüme oranı dalgalı ve düşüş yaşamıştır. Enflasyon oranı ve ise düşük seviyelerde seyir etmiştir. Borçlanma faiz oranı yüksek seviyede olmasına rağmen düşüş kayıtlı etmektedir. Finansal sektör mevduatı ve ulusal finansal sektörünün yarattığı krediler yükseldiği görülmektedir.

2.3.2.1.2. Brezilya tahvil piyasası

Brezilya'nın ekonomi gelişiminin bir önemli nedeni finansal piyasayı canlandırmak için ülke tasarrufları seferberliği ile finansal kuruluşlara yeniden tahsis ve uluslararası piyasada fon akışı sağlamak açıdan cazip hale dönüşmesidir (Nyasha ve Odhiambo, 2013; 7).“ BM&FBOVESPA” ülkede tek menkul kıymet borsası olarak Batı yarımküre'de dördüncü, dünyada on üçüncü sırada yer almaktadır. Aşağıdaki ülke sermaye piyasası genel durumu inceleyeceğiz.

Çizelge 2.19. Brezilya sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/ GSYH	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	33,53	101.537	33,53	8,44	4,42
2001	32,38	63.475	32,38	8,23	5,42
2002	26,98	46.300	26,98	12,75	6,51
2003	32,02	66.428	32,02	13,14	6,54
2004	43,01	103.990	43,01	13,26	8,39
2005	48,99	165.276	48,99	16,05	6,68
2006	56,05	276.150	56,05	18,25	5,22
2007	77,05	597.995	77,05	20,92	5,29
2008	61,43	724.199	61,43	21,03	4,80
2009	56,10	644.732	56,10	29,74	4,06
2010	69,60	868.813	69,60	28,58	5,26
2011	55,20	930.698	55,20	27,98	5,44
2012	46,15	875.418	46,15	29,47	5,82
2013	43,31	810.596	43,31	28,34	8,30
2014	36,45	728.403	36,45	29,14	9,30
2015	30,63	498.336	30,63	28,92	10,33
2016	34,35	535.163	34,35	37,66	12,93
2017	43,38	663.882	43,38		11,74

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK; <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02>, (24.02.2019).

Çizelgeye baktığımızda 2000-2017 yılları arası Brezilya borsasının borsa kapitalizasyonu 2007 'e kadar yükseldiği kriz sonrası düştüğü görülmektedir. Toplam işlem hacmi ise çok artış göstermiştir. Özel sektör ulusal borçlanma senetlerinin çok hızlı yükselmiştir. Özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin nispi yükseliş kayıtlı etmiştir.

Brezilya'da şirket borçlanması hem hacim hem ihraç sayısı açısından büyüme göstermiştir. Ekonomi büyümesi ve ekonomi kurumlarının daha karmaşıklığı tahvil piyasasının büyüme nedenleri arasında yer alabilir. Daha önceleri Brezilya'daki firmaları finansman sağlamak için bankalardan kredi alırken 2009'dan itibaren sermaye piyasasında tahvil ihraç yoluyla finansman sağlaması daha yaygın hale gelmiştir (Nunes ve Fernandes, 2014; 125).

Çizelge 2.20. Brezilya tahvil piyasası

Yıl	Özel Sektör Tahvili
2005	792.98
2006	550.89
2007	465.56
2008	642.09
2009	188.20
2010	197.62
2011	112.05
2012	697.33
2013	125.88
2014	86.96
2015	909.74
2016	517.09

Kaynak: Federacion Iberoamericana de Bolsas “FIAB”, http://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual, (11.09.2018)

2005-2017 yıllar arası kamu sektör tahvili ve özel sektör tahvil nispi bir yükseliş kayıt etmiştir. Kriz döneminde yükselirken kriz sonrası her iki sektörde düşüş yaşamıştır.

2.3.2.2. Rusya ekonomisi ve tahvil piyasası

Rusya piyasasını makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası ile ilgili iki başlık altında değerlendirilecektir.

2.3.2.2.1. Rusya makro ekonomik göstergeler

Dünyanın en büyük petrol ve gaz kaynaklarına sahip olan Rusya, son yıllarda petrol fiyatlarının yükselmesi ile ülke ekonomisi büyüme göstermektedir. Rusya ekonomisi 90’lı yıllarda istikrarsız ekonomi performansına sahipti. Ancak 2000 yılında ekonomi toparlamaya başladı. Aşağıdaki tabloda Rusya bazı makro ekonomik göstergeler yer almaktadır. Şubat 2014'te Kırım'ın Rus işgali, Rus ekonomisinin gelişmesini önleyen belirsizlikler oluşturmuştur (Oxenstierna, 2014; 20). Rusya makro ekonomik görünümü aşağıdaki çizelgede yer almaktadır.

Çizelge 2.21. Rusya seçilmiş makro ekonomik görünümü

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH oranı	Toplam Kredi /GSYH
2000	259.710	10,00	20,80	24,43	13,32	-
2001	306.602	5,09	21,48	17,91	14,10	-
2002	345.470	4,74	15,79	15,70	15,57	-
2003	430.347	7,30	13,66	12,98	17,23	-
2004	591.016	7,18	10,89	11,44	17,77	-
2005	764.017	6,38	12,69	10,68	19,37	-
2006	989.930	8,15	9,67	10,43	21,75	-
2007	1.299.705	8,54	9,01	10,03	24,73	-
2008	1.660.846	5,25	14,11	12,23	25,94	-
2009	1.222.644	-7,82	11,65	15,31	33,17	-
2010	1.524.917	4,50	6,85	10,82	33,71	-
2011	2.051.661	5,28	8,44	8,46	34,65	-
2012	2.210.256	3,66	5,07	9,10	35,58	-
2013	2.297.128	1,79	6,75	9,47	38,37	-
2014	2.063.662	0,74	7,82	11,14	41,34	47,86
2015	1.363.705	-2,83	15,53	15,72	48,66	51,74
2016	1.282.663	-0,22	7,04	12,60	50,41	58,84
2017	1.578.417	1,65	3,68	10,56		58,63

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country> , (17.02.2019).

2000-2017 yıllar arası GSYH'si milli gelir yükseldiği görürken büyüme oranı, enflasyon oranı ve borçlanma faiz oranı düşüş eğilimine girmiştir. Finansal sektör mevduatı ve ulusal finansal sektörün yarattığı krediler yükseliş trend kayıt etmiştir.

2.3.2.2.2. Rusya tahvil piyasası

1992'de Rusya Merkez Bankası ve Rusya'nın en büyük ticari bankaları, Moskova Bankalar Arası Döviz Değişim "MICEX" kurmuştur. Bir yıl sonrası döviz ihaleleri ve ikincil kısa vadeli devlet tahvili "GKO" piyasasında alım satım yapmaya başlamıştır. 1996'de MICEX, USD ve GKO vadeli işlemlerine başladı ve bu sözleşmeler Rus piyasasında çok yaygın hale dönmüştür. 1997'de Ulusal Depozit Merkezi "NDC" kurdu ve aynı yılda Rusya'nın en önemli RUB değeri olan MICEX hisse senedi endeksi, piyasaya sunulmuştur. İlk halka ihraç eden Gazprom ve Tyumen Petrol Şirketi MICEX'te ihraç edildi. Ocak 2006'da MICEX, Rusya'nın en büyük şirketi Gazprom'un hisselerine yatırım yapmaya başlamıştır. Rusya o günden bu yana Gazprom hisseleri, borsalarında en likit güvenceden biri olmuştur. Rusya'nın en büyük iki borsa MICEX ve RTS birleşti önce MICEX RTS adıyla, daha sonra ise Moskova MICEX RTS olarak tanıtılmıştır (Moscow Exchange, 2013). Aşağıdaki tabloda 2005-2016 yıllar arası sermaye piyasası kurumu görünümü yer almaktadır.

Rusya, Fedral Finansal Piyasaların Hizmeti “FFMS” 2004 yılında kuruldu. Ancak 2013 yılında, FSFM kaldırıldı ve işlevleri banka hizmetine devredildi. Daha sonra 2014'te SBRM kaldırıldı ve yetkileri Rusya Merkez Bankası'nın bölümlerine devredildi.

Çizelge 2.22. Rusya sermaye piyasası görünümü (milyar dolar)

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse senetlerinin İşlem Hacmi /GSYH	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler/GSYH
2000	20,31	-		8,44	0,44
2001	18,51	-	9,20	8,23	0,52
2002	28,22	-	13,80	12,75	1,30
2003	41,62	-	18,53	13,14	2,74
2004	43,77	-	20,08	13,26	3,37
2005	53,97	-	19,36	16,05	4,65
2006	82,66	-	58,86	18,25	5,78
2007	100,83	-	98,25	20,92	7,05
2008	61,90	-	69,54	21,03	5,99
2009	61,16	-	41,74	29,74	8,25
2010	57,45	-	33,24	28,58	7,80
2011	43,87	-	27,01	27,98	6,68
2012	35,63	337.111	15,40	29,47	8,70
2013	34,39	242.002	10,25	28,34	9,61
2014	25,09	227.922	7,75	29,14	9,70
2015	23,55	140.904	8,60	28,92	13,64
2016	38,11	128.853	10,88	37,66	14,55
2017	42,64	144.361	9,22		

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02>, (24.02.2019).

Borsa kapitülasyonu/GSYH oranı 2007'e krize kadar yükseliş kayıt etmiştir. İşlem hacmi son yıllarda düşüş kayıt etmiştir. İşlem gören hisse senetlerinin kriz dönemine kadar yüksek seviyelere ulaşırken kriz sonrası düşüş yaşamıştır. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri ve özel sektör uluslararası borçlanma senetleri yükseliş eğilimine girmiştir.

Rusya'da borç senetler piyasasında devlet tahvili ağırlıklı olarak işlem görmektedir. Rusya'da 1990 yılına kadar tahvil piyasasında devlet tahvili işlem görülmektedir. Tahvil ihraçlarının sayısı uzun vadede yükseliş eğilimindedir. Rus kurumsal tahvil piyasasının ayırt edici özelliği, ikincil piyasaların %95 fazlasının organize döviz işlemlerine açık olmasıdır (Naufor, 2016; 17). Son yıllarda, jeopolitik gerginlikler nedeniyle, karşılıklı ticaret ve yatırımlardaki kısıtlamalar, geleneksel olarak uluslararası borç piyasalarında aktif oyuncular olan pek çok Rus şirketine ve bankanın dış finansmanın erişimine neden olmuştur. Çoğu Rus

borçlular için, sermaye piyasalarına erişimin kaybı, şirketlerin dış borçlarının eğilimini düşüşe çevirmiştir. (MFRF, 2017; 50).

Çizelge 2.23. Rusya tahvil piyasası görünümü

Yıl	Kurumsal, federal'a bağlı kuruluşlar ve belediye tahvillerinin ulusal işlem hacmi(milyar ruble)	Euro Tahvil - Hacmi, Özel Sektör Tahvili İşlem Hacmi (milyar dolar)	Euro Tahvil federal bağlı kuruluşlar ve belediye tahvillerini
2005	1481	40,5	0,9
2006	2336	63,1	1,0
2007	3241	94,3	1,1
2008	3016	103,8	1,3
2009	3027	99,4	1,4
2010	5138	112,1	1,3
2011	5657	115,4	0,7
2012	5764	149,5	0,5
2013	6654	181,8	0,6
2014	4672	165,9	0,5
2015	4952	139,1	0,4

Kaynak: Russian Stock Market 2015 Event And Facts, <https://www.naufor.ru>, AK:CBONDS

2005-2016 yıllar arası ulusal piyasada özel sektör tahvil ihraç sayısı yükselmiş ve piyasa derinliği arttığı görülmektedir. Uluslararası piyasada ise özel sektör tahvilleri 3,43 kat arttığı görülmektedir. Federal bağlı olan kuruluşlar ve belediyeler ise uluslararası piyasada çok az işlem görmüştür.

2.3.2.3. Hindistan makro ekonomik göstergeler ve tahvil piyasası

Hindistan makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasasının yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.2.3.1. Hindistan makro ekonomik göstergeler

Dünyanın ikinci büyük nüfusuna sahip olan Hindistan, bilgi teknoloji gelişimi ile hizmet sektörün büyümesi, diğer taraftan toprak yapısı ve hava durumu tarım sektörünün gelişimi katlandığı (Konya Ticaret Odası, 2017; 3), düşük emek ücreti ile üretim maliyeti düşüşü ihracat büyümesine neden olmuştur. Bir çok ekonomi sıkıntıları ve sorunları yaşayan Hindistan, ekonomisi 1991'de serbestleştirmeye yönelik reformların başlamasıyla birlikte, Hindistan hem ekonomi alanında hem düşünce yapılarına büyük değişime uğramıştır (Raghunath, 2017). 1995'de tarım sektörü %30, sanayi sektörü 22.3 ve hizmet sektörü %47.7

gerçekleşirken 2015’de tarım sektörü %17 düşüş yaşanırken sanayi %28.2 ve %54.6 büyüme kayıtlı etmiştir. Aşağıdaki tabloda ülke bazı makro ekonomi değişkenler yer almaktadır.

Çizelge 2.24. Hindistan seçilmiş makro ekonomik göstergeleri

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH	Toplam Kredi /GSYH
2000	468.394	3,84	4,01	12,29	41,13	52,08
2001	485.441	4,82	3,78	12,08	43,82	53,80
2002	514.937	3,80	4,30	11,92	47,38	57,96
2003	607.699	7,86	3,81	11,46	48,73	56,66
2004	709.148	7,92	3,77	10,92	49,13	58,59
2005	820.381	7,92	4,25	10,75	50,00	59,35
2006	940.259	8,06	5,80	11,19	51,23	61,45
2007	121.673	7,66	6,37	13,02	54,44	61,91
2008	1.198.895	3,09	8,35	13,31	59,23	69,10
2009	1.341.886	7,86	10,88	12,19	60,70	71,38
2010	1.675.615	8,50	11,99	8,33	59,59	73,41
2011	1.823.049	5,24	8,86	10,17	62,83	76,15
2012	1.827.637	5,46	9,31	10,60	63,07	77,18
2013	1.856.722	6,39	10,91	10,29	63,32	77,92
2014	2.039.127	7,41	6,35	10,25	64,26	75,91
2015	2.103.587	8,00	5,87	10,01	64,50	75,61
2016	2.290.432	8,17	4,94	9,67	65,96	74,50
2017	2.650.725	7,17	2,49	9,51	-	72,08

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country> , (17.02.2019).

Yukardaki tabloda 2000-2017 yıllar arası Hindistan ekonomisine baktığımızda diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Dünya krizinden olumsuz etkilenmiştir. Kriz sonrası toparlanmış olup büyümüştür. Söz konusu yıllar sürecinde GSYH milli gelir ve büyüme oranı hızı yükseliş kayıtlı etmiştir. Enflasyon oranı 2000-2013 yıllar arası yüksek seviyelere gelmiş ve 2013 yılı sonrası düşüş kayıtlı etmiştir. Borçlanma faiz oranı nispi düşüş eğilimine girmiştir. Toplam mevduatı ve toplam kredi yükseliş trendle gerçekleşmiştir.

2.3.2.3.2. Hindistan tahvil piyasası

Hindistan’da işlem süresini kısaltmak ve likiditeyi desteklemek için, 2000-2010 yıllar arası otomatik ticaret sisteminin getirilmesi, uzlaştırma döngüsünde azalma, katileştirme vb. gibi çeşitli reformlar gerçekleştirilmiştir (Nseindia, 2010:1). Ülke de “NSE” (Ulusal Menkul Kıymetler Borsası) ve “BSE” (Bombay Menkul Kıymetler Borsası), İki büyük borsa bulunmaktadır. Ekran tabanlı ticaret ve rekabet, Hindistan'daki eski borsaların çoğunun kapanması ile sonuçlandı. NSE ve BSE borsalar büyük hisse ticaret hacmine sahiptir

(Rubani, 2017; 186). Aşağıdaki tabloda Hindistan sermaye piyasası görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.25. Hindistan sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GDP Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi /GSYH	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH
2000	34,15	-	-	0,43
2001	25,61	247.883	-	0,39
2002	22,89	197.073	-	0,38
2003	45,94	291.975	44,76	0,41
2004	48,24	378.657	55,39	0,49
2005	58,35	473.671	56,54	0,91
2006	73,47	638.051	69,32	1,65
2007	113,33	1.095.109	93,97	2,61
2008	97,19	1.027.047	77,19	3,11
2009	71,18	1.056.885	81,27	3,96
2010	89,58	1.059.713	64,52	5,17
2011	70,90	730.122	35,40	4,89
2012	58,82	636.509	33,71	-
2013	61,93	563.507	28,96	-
2014	65,90	756.170	35,83	-
2015	70,89	797.400	36,70	-
2016	67,46	798.643	35,01	-
2017	75,78	1.166.283	44,74	-

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK; <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

2000-2017 yılları arası borsa kapitalizasyonu /GSYH oranına göre 2007 yılına kadar yükseldiği görülmektedir. Ancak kriz sonrası düşüş yaşadığı görülmektedir. 2000-2010 işlem hacmi en yüksek seviyelere ulaşırken 2010 yılı sonrası düşüş eğilimine girmiştir, ancak 2017’de tekrar yükseldiği görülmektedir.

Hindistan tahvil piyasası, devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, vergisiz tahviller, bankalar ve diğer finansal kuruluşlarının tahvilleri, vergi tasarruf bonoları ve vergi tasarruflu altyapı tahvilleri gibi başlıca tahvil türlerini kapsamaktadır. Hindistan tahvil piyasası, Asya’da Çin ve Güney Kore tahvil piyasasından sonra en büyük tahvil piyasalarda yer almaktadır (Sarma, 2014;1). Hindistan Merkez Bankası “RBI” tarafından kısa dönem hazine bono ve uzun dönem devlet tahvili ihraç etmektedir. Çok sayıda vade açıdan menkul kıymetlerde değişiklik bulunmaktadır: Örneğin, sabit ve değişken oranlı kuponlar, tahsis / çağrı opsiyonlar, nominal ve enflasyon endeksli ve özel tahviller petrol tahvilleridir. (Fleming ve Diğerleri, 2016;2). Hindistan tahvil piyasasının en önemli özelliği, çok sayıda finansal

kurum, banka ve tüzel kuruluşun düzenli olarak tahvil ihraç ederken, ikincil piyasada alım satımı büyük ölçüde devlet menkul kıymetleri tarafından ihraç edilmektedir (Bhaumik, 2001; 5).

Hindistan özel sektör tahvili diğer ülkeler gibi yatırımcılar çok olumlu bakmamaktadır. Birinci neden şirketlerinin yasal uygulamaları ve vergi yükü gibi faktörlerden dolayı şirketlerin tahvil ihraç etme yerine finansal kurumlardan kredi almayı tercih ederler. Hindistan şirket tahvil piyasasında çoğu konu tahvil olmayıp %93 özel plasmanlar kapsamaktadır. İkinci neden kurumsal tahvillerin kamuya açıklaması zor, yavaş, pahalı ve esnek olmayan bir yapıya sahiptir. Tahvillerin açıklaması için Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu “SEBI” tarafından onaylanması gereken prospektüsler gibi dokümanlar, halihazırda kayıtlı olan veya olmayan şirkete bakılmaksızın birkaç yüz sayfa çalışmaktadır. Üçüncüsü ise küçük yatırımcılar tarafından riskli, yeterince çekici olmaması veya farkındalık eksikliği vardır (Sarma, 2014;6). Hindistan’ın finans piyasası çok yönlü ama dengeli değil ve olgunlaşmamış kurumsal tahvil piyasasına sahiptir (Ansari, 2012, 182).

Çizelge 2.26. Hindistan tahvil piyasası (10.000.000 milyon rupiye)

Yıl	NSE - Şirket Tahvil İhraç Tutarı	BSE - Şirket Tahvil İhraç Tutarı
2005-2006	21,142	64,087
2006-2007	35,859	74,659
2007-2008	30,024	98,578
2008-2009	124,810	17,045
2009-2010	143,29	49,739
2010-2011	153,37	52,591
2011-2012	189,80	56,974
2012-2013	206,19	72,474
2013-2014	140,71	78,805
2014-2015	169,73	117,95
2015-2016	206,68	152,28
2016-2017	219,72	254,21

Kaynak: SEBI, <https://www.sebi.gov.in/statistics/corporate-bonds.html>, (18.04.2018)

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2005-2016 yılları arasında tahvil piyasası NSE ve BSE borsası ve bileşik çıkardıkları tahviller yıllar sürecinde yükseliş yaşamıştır.

2.3.2.4. Çin ekonomisi ve tahvil piyasası

Çin piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri olarak iki başlık altında değerlendirilecektir.

2.3.2.4.1. Çin makro ekonomik göstergeler

1970'ler sonunda ekonomisi hızlı büyüyen Çin, bugün Dünya'da en belirleyici rol oynamaktadır. ABD'den sonra en büyük GSYH sahip olan Çin, istikrarlı bir şekilde büyüme kayıtlı edildiği, petrol ve doğal gaz açıdan dışa bağımlı hale geldiği görülmektedir. Ülkenin nüfus büyüklüğü ve doğal kaynakları üretim maliyetinin düşüşüne önemli etken olmuştur. Ekonomi 1978'lerden itibaren dış ticaret ve döviz kur rejimleri, yabancı sermaye politikaları ve özel ekonomi bölgeler inşa etmesi ile ilgili reformlar yapmıştır. Ülke ekonomi reformlarının başlatılması sonucunda hızlı ve olumlu performans göstermiştir.

Çizelge 2.27. Çin seçilmiş makro ekonomik göstergeleri (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduatı /GSYH (Finansal Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	1.211.346	8,49	0,35	5,85	35,15	118,40
2001	1.339.395	8,34	0,72	5,85	37,14	121,66
2002	1.470.550	9,13	-0,73	5,31	39,81	141,82
2003	1.660.287	10,04	1,13	5,31	42,30	150,11
2004	1.955.347	10,11	3,82	5,58	42,78	138,67
2005	2.285.965	11,40	1,78	5,58	41,74	132,59
2006	2.752.131	12,72	1,65	6,12	40,97	131,58
2007	3.552.182	14,23	4,82	7,47	40,47	125,76
2008	4.598.206	9,65	5,93	5,31	40,42	118,84
2009	5.109.953	9,40	-0,73	5,31	44,81	141,91
2010	6.100.620	10,64	3,18	5,81	49,07	142,51
2011	7.572.553	9,54	5,55	6,56	47,81	141,00
2012	8.560.547	7,86	2,62	6	45,66	149,58
2013	9.607.224	7,76	2,62	6	44,74	156,33
2014	10.482.372	7,30	1,92	5,6	43,89	167,94
2015	11.064.666	6,90	1,44	4,35	44,80	194,27
2016	11.190.992	6,70	2,00	4,35	50,80	216,21
2017	12.237.700	6,90	1,59	4,35	-	216,91

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country> , (21.02.2019).

Ekonomistler Çin'in hızlı ekonomik büyüme nedenini ile iki ana faktöre bağlarlar. Birincisi büyük ölçekli sermaye yatırımı yurt içi tasarruflar ve yabancı yatırımlar ile finanse edilmektedir. İkincisi ise hızlı verimlilik artışıdır. Ekonomi reformlar ile ekonomide daha

yüksek verimliliğe yol açtığı nedeniyle ekonomide hem üretim artışı hem de yatırım kaynaklarının artışı sağlanmıştır (Morrison, 2018; 6). Aşağıdaki tabloda 2005-2016 yıllar arası Çin makro ekonomik görünümü yer almaktadır.

Yukardaki çizelgeye baktığımızda Çin 2000-2016 yıllar arası GSYH'si yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı, enflasyon oranı ve borçlanma faiz oranı 2007'e kadar yükselmiş ve 2007 kriz sonrası düşüş yaşamıştır. Toplam mevduatı ve toplam kredi artış gösterdiği görülmektedir.

2.3.2.4.2. Çin tahvil piyasası

Çin sermaye piyasası dünyanın en büyükleri arasında yer almakla birlikte, büyük ölçüde yerli yatırımcılar tarafından finanse edilmektedir. Çin, dünyada ikinci hisse senedi piyasası ve üçüncü tahvil piyasasına sahiptir (HSBC, 2018; 3).

Çizelge 2.28. Çin sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	38,09		62,1278	7,48	1,05
2001	41,64	493.731	34,55136	7,88	0,93
2002	33,87	352.305	22,99876	9,8	0,89
2003	30,23	396.252	23,36955	11,38	0,88
2004	24,69	517.286	26,15883	16,75	0,92
2005	18,74	392.772	17,16415	24,29	0,92
2006	28,06	1.158.997	42,11249	28,79	0,85
2007	78,41	6.074.604	177,5091	28,48	0,95
2008	74,21	3.848.930	84,92568	32,96	0,93
2009	52,32	7.836.305	153,2456	33,29	0,84
2010	62,28	8.068.723	135,3591	32,87	1,09
2011	50,94	6.496.032	88,13387	30,45	1,47
2012	42,07	4.967.885	58,72521	34,19	1,86
2013	40,27	7.589.638	80,10619	34,72	2,68
2014	47,71	12.026.132	114,0899	37,45	3,98
2015	63,82	40.954.093	355,4198	45,48	4,58
2016	67,28	19.098.233	162,9998	52,47	5,53
2017	64,99	16.675.379	140,317		

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Çin finansal sistemi banka dayalı bir sistemdir. Finansal sisteminin yaklaşık %80'i bankalar yada diğer borç veren kuruluşlar kapsamaktadır. Buda Çin ve Doğu Asya'daki

gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini finanse etmek için bankalardan kullanma genelliğinden kaynaklanıyor olabilir. Bu model aynı zamanda birçok Avrupa ülkelerinde de bulunur (, 2016;128). Aşağıdaki tabloda Çin sermaye piyasası genel görünümü yer almaktadır.

2005-2017 yıllar arası Çin sermaye piyasası bazı değişkenlerine baktığımızda borsa kapitilazisyonu ve toplam işlem hacmi yükseldiği görülmektedir. Hisse senetlerinin işlem hacmi ise dalgalı ve yükseliş kayıtlı etmiştir. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri ve özel sektör uluslararası borçlanma senetleri artış göstermiştir.

Çizelge 2.29. Çin tahvil piyasası (100 milyon RMB)

	Kurumsal Tahvil	Yabancı Tahvil	Diğer Tahvil	Toplam Tahvil İhraç Tutarı
2005	654	21,3	36.464,77	42.182,07
2006	995	8,7	49.159,11	57.096,11
2007	1.719,86	0	56.153,07	79.756
2008	2.366,90	0	61.113,82	70.727,11
2009	4.252,33	10	65.998,80	86.474,71
2010	3.627,03	0	73.674,12	95.088,33
2011	2.485,48	0	51.153,74	69.637,13
2012	6.499,31	0	36.078,87	58.640,44
2013	4.752,30	0	32.697,63	56.493,94
2014	6.961,68	0	32.308,74	59.517,77
2015	3.431,02	0	37.077,49	98.734,51
2016	5.925,70	30	45.566,89	141.438,69
2017	3.730,95	0	49.821,77	135.795,45

Not: Diğer Tahvil İhraç Türü: Politika Banka Tahvili, Devlet Destekli Tahviller, Ticari Bankalar Tahvili, Finansal Banka Olmayan Tahviller, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, Orta Vadeli Tahvillerdir.

Kaynak: ChainaBond, <http://www.chinabond>, (2.12.2019)

2005-2016 yıllar itibarıyla Çin tahvil piyasasına baktığımızda tahvil piyasası kriz döneminde diğer büyük ekonomiye sahip olan ülkeler gibi olumsuz etkilenmiştir. Özel sektör tahvilleri kriz dönemi dikkate almaksızın söz konu süreçte yükseliş yaşamıştır. Diğer tahviller ise nispi yükseliş yaşamıştır.

Çin tahvil piyasası banka ve borsada iki ayrı piyasada işlem görmektedir. Çin İthalat ve İhracat Bankası, Çin Kalkınma Bankası ve diğer politika bankaları tarafından birçoğu Hazine bonoları “T-bonoları” veya “finansal tahviller” piyasada işlem görmektedir. Ayrıca az sayıda şirket tahvili ve dönüştürülebilir tahvil bulunmaktadır. Tahvil piyasası spot ticaret piyasası ve repo piyasası iki piyasadan oluşmaktadır. Bugüne kadar, her iki pazar da oldukça

aktiftir. Bankalar arası tahvil piyasası, teklif bazlı bir tezgah üstü “OTC” piyasasında işlem görmektedir. Çin tahvil piyasasındaki büyük katılımcıları ise menkul kıymet şirketleri, sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, güven ve yatırım şirketleri, kredi kooperatifleri, diğer finansal olmayan kurumsal yatırımcılar ve bireysel yatırımcılardan oluştuğu düzenli bir piyasadır (CRSC, 2005; 25). Bankalar arası tahvil piyasası, pazarın yaklaşık yüzde 95’ini oluştururken, tahvil bonosu piyasası sadece %5 oluşturmaktadır (Asifma, 2017; 29).

2.3.2.5. Güney Afrika ekonomisi ve tahvil piyasası

Güney Afrika piyasasının makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.2.5.1. Güney Afrika makro ekonomik görünümü

1994’de çok önemli değişime uğrayan Güney Afrika, gelişmiş bir ülke olarak ekonomisi doğal kaynaklarının ihracatına dayalıdır. Ekonomi, finans ve modern lojistik gelişimi ile hız kazanmakta olup bir yandan endüstri ve üretim açısından gelişmiş ülkelere benzerken diğer yandan ise alt yapı açısından gelişmekte olan ülkelere benzemektedir. Ülkede gelir dağılımı etnik gruplara göre farklılık göstermektedir. Ülkenin doğal zenginliğe sahip olması paralel olarak sanayi sektörü gelişimine hız kazandırmıştır. Ülke ekonomisi ağırlıklı olarak birinci sırada sanayi sektörüne dayalı iken hizmet sektörü ikinci sırada ve tarım sektörü üçüncü sırada yer almaktadır (Küheylan: 2014; 3). Ayrıca Afrika ekonomisi açıklık derecesi çok yüksek olan ülkelerin arasındadır (Gülkaya, 2011; 6). Aşağıdaki tabloda ülke ekonomisi genel durumu yer almaktadır.

Aşağıdaki çizelgeye baktığımız gibi 2000-2016 yıllar arası Afrika GSYH’si istikrarlı bir şekilde nispi bir yükseliş kayıt etmiştir. Ancak büyüme oranı düşüş kayıt etmiştir. Enflasyon oranı kriz dönemine kadar yükseliş kayıt ederken kriz sonrası düştüğü görülmektedir. Borçlanma faiz oranı düşüş eğilimine girmektedir. Finansal sektör mevduatı ve ulusal finans sektörün yarattığı krediler yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir.

Çizelge 2.30. Güney Afrika seçilmiş makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH(Finansal Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	136.361	4,20	5,34	14,50	48,86	148,57
2001	121.600	2,70	5,70	13,77	49,59	179,48
2002	115.748	3,70	9,49	15,75	47,93	155,25
2003	175.256	2,95	5,68	14,96	48,95	159,92
2004	228.937	4,55	-0,69	11,29	48,42	168,16
2005	257.671	5,28	2,06	10,63	49,90	178,16
2006	271.638	5,60	3,24	11,17	53,66	192,50
2007	299.415	5,36	6,18	13,17	56,64	192,66
2008	286.769	3,19	10,06	15,13	60,39	167,94
2009	295.936	-1,54	7,26	11,71	61,09	181,45
2010	375.349	3,04	4,06	9,83	57,37	185,47
2011	416.418	3,28	5,02	9,00	57,89	171,54
2012	396.327	2,21	5,72	8,75	59,03	181,18
2013	366.643	2,49	5,78	8,50	57,85	181,91
2014	350.636	1,85	6,14	9,13	58,32	185,07
2015	317.536	1,28	4,51	9,42	59,52	176,41
2016	295.746	0,57	6,59	10,46	59,54	176,40
2017	348.871	1,32	5,18	10,38		180,40

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

2.3.2.5.2. Güney Afrika tahvil piyasası

Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası “JSE” Witwatersrand bölgesinde altın keşfinden bir yıl sonra Madencilik sektöründeki gelişmekte olan yatırımları finanse etmek ve sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için 1887’de kuruldu (Hassan, 2013; 2). Madencilik hem borsanın hem de finansal sisteminin gelişimini sağlamıştır (Hassan, 2013; 3). Mali Hizmetler Kurulu “FSB” banka olmayan finansal hizmetler sektörü düzenleyici ve denetleyici kurumdur. “FSB” Emeklilik fonlar, kısa ve uzun vadeli sigorta şirketleri, cenaze harç sigortası, toplam yatırım plan hizmetleri denetlemektedir (FSB; 2018).

1887 yılında Güney Afrika JSE kurulmuştur. 1947’de finans piyasaları kapsayan ilk mevzuatı takiben, JSE 1963’te Dünya Borsalar Federasyonuna katılmış ve 1990’ların başlarında elektronik ticaret sistemine geçmiştir. 2005 yılında kendi borsalarında demutualize edildi. 2003 yılında, küçük ve orta büyüklükteki listeler için alternatif bir borsa olan AltX’i başlatmıştır. Daha sonra JSE, 2001 yılında Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası’nı “SAFEX” ve Güney Afrika Tahvil Borsasını “BESA” kurmuştur. Bugün, hisse Senetleri ve tahviller ile finansal, emtia ve faiz oranı türevleri olmak üzere beş finansal piyasa sunmaktadır (JSE; 2018).

Çizelge 2.31. Güney Afrika sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi (GSYİH'nın yüzdesi)/GSYH	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	160,55	51,70203	9,88	3,53
2001	129,63	29,08066	10,16	4,26
2002	131,00	41,19839	14,45	5,71
2003	148,53	27,99245	15,52	7,06
2004	163,69	36,59008	16,93	7,16
2005	194,06	43,19968	15,35	7,22
2006	225,37	63,9599	16,95	9,00
2007	252,19	86,07587	18,99	10,85
2008	212,75	70,66205	16,26	9,46
2009	214,84	73,50014	21,98	9,95
2010	247,27	73,85752	21,47	9,03
2011	208,80	54,23169	16,93	9,10
2012	202,62	57,24151	19,14	10,50
2013	234,77	63,34508	17,86	12,30
2014	256,04	70,07166	18,34	12,15
2015	242,89	73,68859	16,10	14,84
2016	270,20	136,0755	19,89	15,56
2017	328,08	117,4407	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, (24.02.2019).

Borsa kapitilizasyonu /GSYH'si, hisse senetlerinin işlem hacmi /GSYH'si oranı, özel sektör ulusal borçlanma senetleri/GSYH, özel sektör uluslararası borçlanma senetleri /GSYH oranı yükseldiği görülmektedir.

Güney Afrika Rezerv Bankası tarafından Ulusal Hazine adına tahvil ihraç etmektedir. Aslında Tahvil piyasası 1989'da başlamış olup 1996'de resmiyete girmiş ve 2008'de ise binden fazla enstrüman listelenmiştir. 2009'de Güney Afrika ikinci tahvil piyasası alım ve satım işlem görmeye başlamıştır.

Güney Afrika özel sektör tahvil piyasası küçük ve çok düşük likiditeye sahiptir. Özel sektör tahvilleri ihraç edenlerin sayısı az olan bankalar ve finansal şirketler tarafından ihraç etmektedir. Aslında devlete bağlı olan kurumsal şirketler yerini bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından yönetilmektedir (Hassan, 2013; 6).

Güney Afrika ulusal tahvil piyasasının uluslararası tahvil piyasasından daha fazla finansal kaynak sağlamakta olduğu görülmektedir. Bu durum kısmen tarihsel nedenlerden dolayı, aynı zamanda mevcut hükümetin tercih nedeniyle ortaya çıkmıştır. Güney Afrika 1970'lerde ve 1980'lerde yaptırımları kademeli olarak uygulandı ve ülke uluslararası finans

piyasasına erişimini engellenmiştir. Aynı dönemde hükümetin GSYH'si %6 kadar bütçe açığı verdi. Bu durumda devlet bütçe açığı kapatmak için ulusal piyasadan tahvil yoluyla borçlanmaya başvurmuştur (Mboweni, 2006; 5).

Güney Afrika'nın piyasası kıtadaki en yüksek faiz oranı piyasasına sahiptir. Güney Afrika tahvillerinin çoğu devlet ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilmektedir. Ancak ihraç edilen şirket tahvil sayısı artmaktadır. JSE aynı zamanda vadeli tahvil, vadeli fiyat sözleşmeli, Vanilyalı swaplar ve standart tahvil opsiyonları dahil olmak üzere çeşitli tahvil bazlı türevleri de sunmaktadır (JSE; 2018).

2.3.3. MIKTA Ülkeleri

2013 yılında "yeni bir inovasyon ortaklığı" olarak Meksika-Endonezya-Kore-Türkiye-Avustralya "MIKTA" grubu kurulmuştur. Beş ülkenin farklı kültürel yapısı ve farklı kıtalardan bir araya gelmiştir. Ülkelerin açık ve hızlı büyüme ekonomileri, bölgedeki diğer ülkeleri ile olan ilişkileri stratejik bir konumda yer almaktadır.

2.3.3.1. Meksika ekonomisi ve tahvil piyasası

Meksika piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri aşağıda iki başlıklı olarak incelenecektir.

2.3.3.1.1. Meksika makro ekonomik görünümü

1990'ların sonlarında ekonomik ve politik reformlar, aynı zamanda yüksek kredibilite Meksika ekonomisi büyümesine katkıda bulunmuştur. Geçmiş dönemde ülke ekonomisi petrol ihracı ve tarım sektörüne dayalıdır. Bugün ise üretime dayalı bir ekonomiye sahip olup ülkenin gelişimini sağlamaktadır (Catalyst, 2014; 3). Dünyanın 15. Büyük ekonomiye sahip olan Meksika, analistlere göre 2050'de 5. büyük ekonomi olması muhtemeldir. Latin Amerika'da Brezilya'dan sonra ikinci sırada yer almaktadır (Kesseli, 2017; 15). Aşağıdaki tabloda Meksika ekonomik genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.32. Meksika seçilmiş makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Kredi /GSYH (Finansal Sektörü)	Toplam Mevduatı /GSYH (Ulusal)
2000	707.906	4,94	9,49	16,93	28,01	20,99
2001	756.706	-0,40	6,37	12,80	27,25	20,06
2002	772.106	-0,04	5,03	8,21	30,66	20,14
2003	729.336	1,45	4,55	7,02	31,89	20,27
2004	782.240	3,92	4,69	7,44	30,87	19,91
2005	877.476	2,31	3,99	9,70	31,01	20,19
2006	975.387	4,50	3,63	7,51	34,04	19,89
2007	1.052.696	2,29	3,97	7,56	36,62	20,67
2008	1.109.989	1,14	5,12	8,71	36,72	21,44
2009	900.045	-5,29	5,30	7,07	42,90	24,07
2010	1.057.801	5,12	4,16	5,29	43,64	24,69
2011	1.180.489	3,66	3,41	4,92	44,09	24,94
2012	1.201.089	3,64	4,11	4,73	45,63	25,66
2013	1.274.443	1,35	3,81	4,25	48,47	26,92
2014	1.314.563	2,80	4,02	3,55	49,05	27,56
2015	1.170.564	3,29	2,72	3,42	52,54	28,76
2016	1.077.779	2,90	2,82	4,72	54,74	29,47
2017	1.150.887	2,04	6,04	7,34	54,83	

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımız gibi 2000-2016 yıllar arası Meksika GSYH'si gelir genel olarak bir yükseliş trende girmiştir. Ancak büyüme oranı nispi dalgalanma ile düşük seviyede gerçekleşmiştir. Enflasyon ve borçlanma faiz oranı düşüş kayıtlı etmiştir. Toplam mevduatı/GSYH oranı ve toplam kredi /GSYH oranı yükseldiği görülmektedir.

2.3.3.1.2. Meksika tahvil piyasası

Meksika'da menkul kıymet piyasaları nispeten gelişmiş ve modern düzenleyici çerçeve ile yenilikçiliği artmıştır. Meksika Bankası “BoM” Meksika hükümeti ve Meksika mevduat sigortası “IPAB” için bir mali aracı görevi üstlenmektedir (World Bank, 2013; 31). Meksika son on yılda finansal sektörde farklı millileştirme ve özelleştirme ile karşı karşıya kalmıştır. 1982 banka millileştirildi ve kısa süre sonra yeni bir finansal kuruluşlar açılması için teşvikler düzenlemiştir. Ticari bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri kamulaşmıştır (Molina ve Elizabeth, 2016; 15). Ulusal Bankacılık ve Menkul Kıymetler Komisyonu, Meksika Borsası'nın ana düzenleyicisidir. Aşağıdaki tabloda Meksika sermaye piyasası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.33. Meksika sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GS YH Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYİH'nın yüzdesi)
2000	20,04	45.768	6,31
2001	16,75	38.469	7,02
2002	14,70	32.286	3,29
2003	14,72	25.868	3,16
2004	18,35	45.389	5,65
2005	23,62	56.683	6,21
2006	29,90	96.918	8,39
2007	35,25	143.945	11,20
2008	28,28	110.474	7,65
2009	30,10	84.909	8,62
2010	39,24	122.584	10,50
2011	36,72	121.640	8,45
2012	37,74	126.139	9,96
2013	41,84	177.356	12,84
2014	37,47	156.574	9,74
2015	34,24	127.412	8,86
2016	32,00	122.989	10,38
2017	33,25	114.028	9,48

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

2000-2017 yılları arası Meksika borsa kapitalizasyonuna, sermaye piyasası işlem hacmi yükseldiği ve işlem gören hisse senetlerinin dalgalı ve nispi yükseliş kayıtlıdır.

Meksika, Latin Amerika'da Brezilyadan sonra en gelişmiş ve en büyük yerel tahvil piyasasına sahiptir. Sabit gelir sekmeninin büyük bölümünü oluşturan devlet tahvil piyasası, gelişmiş ve aktif durumdadır (World Bank, 2013; 11). Meksika tahvil piyasası özellikleri sık ihraç eden ihraççılar tarafından az sayıda Pezo cinsinden tahvil arz edildiği görülmektedir. Bu piyasada ağırlıklı emeklilik fonlarını yöneten yatırım şirketlerine odaklanmıştır. Bu fonlar çalışanlar ve işverenler tarafından nakit açıdan önemli katkıları bulunmaktadır. Ayrıca özel bankalar ile özel risk sermayesi küçük yatırım havuzları, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar vardır. Ancak bu kaynaklar yerel tahvil piyasasında az yatırım yapıldı (Rossel, 2009: 2). Meksika'nın yerel tahvil piyasası, 1990'ların ortalarından beri özellikle devlet tahvilleri hızlı bir gelişme kaydetmiştir. 1994'teki Meksika Pesosu krizinden sonra, ülke hükümeti dış borçtan iç borçlanmaya, borç vadelerinin uzamasına ve likit bir yurt içi getiri eğrisinin gelişimine yönelik borç yönetim stratejisini geliştirmiştir. Ülkenin devlet tahvillerinin gelişiminde emeklilik fonları sisteminde yapılan reformlar sayesinde hız kazanmıştır (Xie, 2015; 1). Pezo para birim cinsi tahviller için Meksika piyasası, nispeten az

sayıda sık ihraççı ile karakterize edilmiş ve yatırımcı talebi ağırlıklı olarak Emeklilik fonlarının yatırımlarını yöneten yatırım şirketleridir.

2.3.3.2. Endonezya ekonomisi ve tahvil piyasası

Endonezya piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında değerlendirilecektir.

2.3.3.2.1. Endonezya makro ekonomik göstergeler

Asya Güney Doğusunda güçlü bir ekonomiye sahip olan Endonezya, Asya’da Çin, Japonya, Hindistan ve Güney Kore’den sonra en büyük ekonomiye sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerin arasında ise en hızlı gelişen ülkeler arasında yer almaktadır. 1997–1998 Asya mali krizi sırasında ortaya çıkan ekonomik daralmasına rağmen, Endonezya ekonomisi son yıllarda hızlı bir şekilde büyümüştür. Bu büyüme ile dünyanın en önemli ekonomileri arasında yer almıştır. Daha önceleri Endonezya ekonomisi tarım sektörüne dayalı iken 1960 sonlarında kentleşme süreci başladı. Ancak 1980’lerde petrol fiyatlarının düşüşü ile petrol ihracatı ve üretim ihracatı düşüşü ekonomi küçülmesine neden olmuştur (Elias ve Noone, 2011; 33). Son yıllarda Endonezya, OCED ve BRİC ülkelerinin arasında en düşüş volatiliteye sahip ekonomi olmuştur (Oberman ve diğerleri, 2012, 11). Endonezya petrol, doğal gaz, kömür, altın ve kükür gibi zengin doğal kaynaklara sahip olan bir ülkedir. Ülkede bu kaynakları hızlı bir şekilde verimlilik artışı yönünde madencilik sektörü gelişmiştir. Daha önceleri tarım sektörüne dayalı olan ülke, 1991’de yeni ekonomik politikalarının uygulama sonucunda sanayi ve hizmet sektörünün gelişimini sağlamıştır. Aşağıdaki tabloda Endonezya bazı makroekonomi değişkenleri yer almaktadır.

2000-2016 yıllar arası Endonezya GSYH yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı istikrarlı ve nispi yükselmiştir. Enflasyon oranı 2008 krize kadar yükselirken kriz sonrası düştüğü görülmektedir. Borçlanma faiz oranı düşüş kayıtlı etmektedir. Toplam mevduatı ve toplam kredi düşüş eğilimine girmiştir.

Çizelge 2.34. Endonezya seçilmiş makro ekonomik görünümü (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduatı /GSYH	Toplam Kredi /GSYH
2000	165.021	4,92	3,69	18,46	41,12	60,68
2001	160.446	3,64	11,50	18,55	39,80	54,47
2002	195.660	4,50	11,90	18,95	39,47	52,39
2003	234.772	4,78	6,76	16,94	37,50	49,20
2004	256.836	5,03	6,06	14,12	35,43	49,62
2005	285.868	5,69	10,45	14,05	32,61	46,20
2006	364.570	5,50	13,11	15,98	31,70	41,66
2007	432.216	6,35	6,41	13,86	31,23	40,58
2008	510.228	6,01	10,23	13,60	29,55	36,77
2009	539.580	4,63	4,39	14,50	29,83	36,97
2010	755.094	6,22	5,13	13,25	29,94	34,18
2011	892.969	6,17	5,36	12,40	30,36	36,55
2012	917.869	6,03	4,28	11,80	31,86	40,77
2013	912.524	5,56	6,41	11,66	32,81	43,43
2014	890.814	5,01	6,39	12,61	32,82	43,42
2015	860.854	4,88	6,36	12,66	33,71	46,77
2016	931.877	5,03	3,53	11,89	34,40	47,96
2017	101.542	5,07	3,81	11,07		46,97

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

2.3.3.2.2. Endonezya tahvil piyasası

1912’de Endonezya ilk sermaye piyasası olarak devlet tarafından bir borsa kurulmuştur. Daha sonra devlet tarafından sermaye piyasası birçok farklı politikalar uygulamıştır. Endonezya reel büyümesi 1977 yıllarında başlamıştır. Mali bakanlığına bağlı olan sermaye piyasası denetleme kurulu “BAPEPAM” adı altında Jakarta borsası kurulmuştur (Rasul, 2002; 9). Jakarta borsası 1980’lerde Endonezya sermaye piyasası uzun dönem düşük maliyetli özelliği ile finansman sağlamak açısından bir alternatif konumundaydı (Rasul, 2002; 8). Endonezya dayanıklı ekonomi ve ihtiyatlı finansal yönetimi ile 1990 Asya krizden kurtarmayı başarmıştır. Endonezya Finansal Hizmetler Otoritesi “OJK” finansal piyasalarının düzenleyici ve denetleyici kurumu üslenmektedir. 1990’lı yıllarda devlet tarafından sermaye piyasasına reformlar yapılmıştır (Powter, 2016; 9). Ayrıca 2007’de Endonezya’da Jakarta Borsası ve Surabaya borsası birleşerek Endonezya borsasını kurmuştur. Aşağıdaki tabloda 2005-2015 yıllar arası Endonezya sermaye piyasası genel durumu yer almaktadır.

Aşağıdaki çizelgeye baktığımızda 2000-2016 yıllar arası Endonezya borsa kapitülasyonu yükselmiştir. Sermaye piyasası işlem hacmi ise 2000-2008 yıllar arası yükselmiş kriz döneminde düşüş ve kriz sonrası düşüş yaşadığı görülmektedir. Hisse

senetlerinin işlem hacmi ise 2000-2009 yıllar arası yükseldiği 2009 yılı sonrası düşüş yaşadığı görülmektedir. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri stoku ve özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin düşük seviyelerde seyir etmiştir.

Çizelge 2.35. Endonezya sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi (GSYİH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	26,51	15.109	7,82	3,26	5,16
2001	14,01	9.410	6,01	2,87	4,42
2002	14,18	13.050	6,33	3,91	3,59
2003	18,43	14.652	5,44	4,84	3,21
2004	24,35	27.518	8,52	3,88	2,82
2005	25,64	41.633	9,75	2,23	2,70
2006	30,70	48.810	11,06	5,70	2,80
2007	40,32	114.631	21,96	5,44	2,36
2008	30,23	109.432	14,87	3,97	1,80
2009	28,22	96.714	15,95	6,19	2,50
2010	39,88	103.842	13,83	4,49	2,11
2011	42,73	109.421	11,81	2,98	2,02
2012	43,19	94.586	10,02	4,90	2,41
2013	40,38	115.972	10,83	2,00	3,02
2014	40,23	87.867	10,18	2,20	3,48
2015	42,08	77.674	8,72	3,11	4,62
2016	41,79	92.162	9,70	3,49	4,53
2017	46,57	93.653	9,11	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Endonezya sermaye piyasası çok geç büyümeye başlamıştır. 1990'de krizin yayılması ile sermaye piyasası ve bankacılık sektörü birbirleri etkileşim şeklinde faaliyet görmüştür. Daha sonra 2000 yıllarda devlet tarafından bankalarda tahvil ihraç etmiştir. Bugün ise sermaye piyasasının büyük bölümünü oluşturmaktadır (Powter, 2016; 9). Endonezya tahvil piyasası iki bölümden oluşur. Birincisi küçük paya sahip olan şirket tahvili, ikincisi ise büyük paya sahip olan devlet tahvilidir (Powter, 2016;11). Son yıllarda daha geniş yelpazede yatırımcılara ulaşmak için çeşitli borç enstrümanları geliştirerek istikrarlı bir büyüme gerçekleştirdi. Endonezya devlet tahvil formları geleneksel, bireysel devlet tahvilleri devlet suluklar farklı tahvil türlerle piyasada işlem görmektedir. Her ne kadar devlet ve şirket tahvilleri IDX borsasında listelenmiş olup işlem görüyorsa da çoğunlukla tezgâh üstü piyasada işlem görmektedir (Cbonds; 2018). 1983'de Endonezya'da tahvil piyasasında şirket

tahvilleri rol oynamaya başlamıştır (Rasul, 2002; 9). 2003'de şirket tahvillerinde geleneksel ve İslami tahvilleri eklenmiş olup bu piyasanın gelişimine hız kazandırdı (Cbond; 2018).

Çizelge 2.36. Endonezya tahvil piyasası (10.000.000 milyon rupiye)

Yıl	Şirket Tahvili İşlem Hacmi	Şirket Tahvili İhraç Değeri
2011	126388	146969
2012	160118	187461
2013	185336	218220
2014	167674	223464
2015	187655	249880
2016	224318	311679

Kaynak: IDX, <https://www.idx.co.id/>, (18.06.2018)

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2011-2016 arası şirket tahvili de hem işlem hacmi hem de ihraç değeri yükseliş trende girmiştir.

2.3.3.3. Güney Kore ekonomisi ve tahvil piyasası

Güney Kore piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki piyasa olarak ele alınacaktır.

2.3.3.3.1. Güney Kore makro ekonomik göstergeler

1950-1953 yıllarda savaşa giren Güney Kore, savaş sonucunda dünyanın en fakir ülkelerinin arasında yer almıştı. 1960'da Güney Kore, küçük bir imalat sektörü ile gelişmekte olan bir zayıf ülkeydi ve dış yardımlara büyük ölçüde bağımlıydı (Collins, 2013; 104). 1961'den sonra ithal ikamesinden ihracata yönelmiş ve dışa dönük olana doğru tamamen değişmiştir. Kalkınmanın ilk aşamasında hükümet, özel sektörleri yönlendirmek ya da dikkat etmek için 5 yıllık ekonomik kalkınma planlarını tasarlayarak en önemli rolü oynamıştır (Yoo, 2008; 35). Dünya ve Asya krizlerini atlatan Güney Kore, yaptığı sağlam üretim ve teknoloji alt yapısı ile ekonomi gelişimine hız kazandırmıştır (Çakmak, 2016; 151). Kore ekonomisi hızlı bir şekilde gelişmektedir. Aşağıdaki tabloda ülkenin bazı makro ekonomik değişkenleri yer almaktadır.

Çizelge 2.37. Güney Kore seçilmiş makro ekonomik görünümü (milyon dolar)

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat /GSYH (Finansal Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH(Ulusal)
2000	561633	8,92	4,01	8,55	56,63	70,94
2001	533052	4,53	3,78	7,71	63,24	128,07
2002	609020	7,43	4,3	6,77	63,61	134,16
2003	680520	2,93	3,81	6,24	65,03	128,44
2004	764881	4,9	3,77	5,90	62,12	121,43
2005	898137	3,92	4,25	5,59	59,71	125,45
2006	1011797	5,18	5,8	5,99	58,47	138,51
2007	1122679	5,46	6,37	6,55	54,9	143,58
2008	1002219	2,83	8,35	7,17	56,41	158,75
2009	901934	0,71	10,88	5,65	61,08	157,35
2010	1094499	6,5	11,99	5,51	62,84	151,04
2011	1202464	3,68	8,86	5,76	67,26	153,17
2012	1222807	2,29	9,31	5,40	68,78	155,85
2013	1305605	2,9	10,91	4,64	95,98	155,8
2014	1411334	3,34	6,35	4,26	124,02	162,29
2015	1382764	2,79	5,87	3,53	127,44	165,96
2016	1414804	2,93	4,94	3,37	130,29	169,63
2017	1530751	3,06	2,49	3,48	-	170,06

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda Güney Kore diğer gelişmekte olan ülkeler gibi 2008 dünya krizinden olumsuz etkilenmiştir. 2000-2017 yıllar arası GSYH, gelir yükseliş trende girerken büyüme oranı düşüş yaşadığı görülmektedir. Enflasyon oranı ise 2000-2010 yıllar arası yükseldiği ve 2010 yılı sonrası düşüş kayıt etmiştir. Borçlanma faiz oranı düşüş kayıt etmiştir. Toplam mevduatı ve toplam kredi düşüş eğiliminde kayıt etmiştir.

2.3.3.3.2. Güney Kore tahvil piyasası

1949'da Kore hükümeti devlet tahvili ihraç etmeye başlamıştır. 1953'te Kore Menkul Kıymet Satıcılar Birliği "KSDA" 1956'da ise Kore Menkul Kıymetler Borsası "KSE" kurulmuştur. Gönümüne kadar Kore sermaye piyasası, ekonomisi ile paralel olarak istikrarlı bir şekilde büyümüştür. Kore sermaye piyasası büyümesi 6 aşamada incelenebilir. Bunlar; 1953-1967 yıllar arası modernleşmenin erken aşamaları, 1968-1978 yıllar arası sermaye piyasası gelişimi, 1979-1985 yıllar arası piyasa serbestleşmesi, 1986-1995 yıllar arası sermaye piyasasının genişletilmesi, 1996 - 2003 yıllar arası Asya mali krizi ve 2004 - 2009 yıllar arası reform tedbirleri oluşmaktadır. Son zamanlarda, Kore Sermaye Piyasası'nın daha da büyümesini desteklemek amacıyla, Güney Kore'de Finansal Yatırımlar Servisi ve Sermaye Piyasası Yasası yürürlüğe girmiştir. Kore hükümeti, finansal alanın Kore

ekonomisinin ilerlemesini kolaylaştıracak şekilde politik önlemler uygulamaya girmiştir (Mitsui, 2010;1). Kore hükümeti fonları bankalar aracılığıyla zenginleştirilmeleri gereken endüstrilere yoğun bir şekilde yönlendiren politikalar uygulamıştır. Sonuç olarak, Kore'nin finans sistemi esas olarak banka tabanlıdır (KFIA, 2011;13). Ancak Kore sermaye piyasası son otuz yılda, sürekli büyüme ve gelişim için sağlam bir temelden yoksundur. Toplam borsa kapitalizasyonun / GSYH oranı Kore'de diğer gelişmiş ekonomilere kıyasla daha düşük olması borsada yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki tabloda Kore sermaye piyasası genel bir durumu yansıtmaktadır.

Çizelge 2.38. Güney Kore sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı (Her yılın başlangıcı)	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler/GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler /GSYH
2000	44,16	-	88,20	50,72	7,81
2001	36,34	-	70,16	53,96	7,79
2002	40,62	-	95,40	66,16	7,66
2003	43,69	-	67,19	58,60	8,11
2004	50,77	-	68,75	62,42	8,42
2005	67,00	-	133,58	56,17	8,15
2006	79,81	-	132,37	57,22	8,73
2007	88,32	-	170,83	55,07	9,05
2008	72,03	-	118,46	47,76	10,05
2009	68,79	-	186,87	71,75	12,94
2010	92,33	-	148,90	65,50	11,47
2011	89,72	-	160,87	61,38	11,90
2012	88,52	1.517.897	129,59	71,08	12,83
2013	94,06	1.284.599	101,86	72,59	13,42
2014	89,00	1.350.370	90,96	67,50	12,83
2015	85,61	1.929.558	133,34	66,92	12,28
2016	86,81	1.672.918	113,15	64,08	11,88
2017	100,45	1.919.974	131,43	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02>, (24,02,2019).

2000-2017 yıllar arası Kore borsa kapitülasyonu, toplam sermaye piyasası işlem hacmi, hisse senetlerinin işlem hacmi, özel sektör ulusal borçlanma senetleri ve özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin GSYH'si oranı yükseldiği görülmektedir.

Tahvil piyasası başlangıçta münhasıran devlet tahvil satıcıları arasında işlem gerçekleştiriyordu. Daha sonra menkul kıymet şirketleri aracılığıyla aracılık yapmasına izin verilmiştir (Park ve Diğerleri: 2006; 7). Şirket tahvil piyasası ise arz ve taleplerinin artması ve devlet tarafından teşvik edici politikası ile istikrarlı bir şekilde büyümüştür. 1972'de

finansal araç olarak tanıtılan tahviller, şirketler için finansal sağlamak açısından önemli rol oynamaktadır. Ayrıca düzenleyici kurumlar ve ilgili kurumlarının gelişimi ile bu piyasanın gelişimine katkı sağlamıştır (Hwang, 2016;11). Kore'de kurumsal tahvil piyasasının büyümesi zaman içinde önemli farklılıklar göstermektedir. Asya finansal kriz öncesi Kore tahvil piyasasında garantili tahviller hakim olmuştur. Çoğu menkul kıymet şirketlerinden veya ticari bankalardan garantili tahvil ihraç edilir. Özellikle tahvil ihraçları ile ilgili düzenlemelerin hafifletilmesi, tahvil ihracı yoluyla finansmanda kademeli bir artışa neden olmuştur (Hwang, 2016;12).

Çizelge 2.39. Güney Kore tahvil piyasası (Mil. KRW)

Yıl	Şirket Tahvili	
	Toplam İşlem Hacmi	Toplam Ticaret Değeri
2008	6,208,072	6,453,604
2009	9,518,290	9,554,969
2010	9,904,509	10,107,752
2011	12,633,569	12,786,719
2012	14,449,944	14,494,054
2013	13,641,804	13,261,774
2014	9,945,738	9,963,488
2015	6,576,584	6,577,097
2016	6,440,622	6,068,308
2017	7,909,342	7,606,566

Kaynak: KRX, <http://global.krx.co>, (18.05.2018)

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2008-2017 yılları arası devlet tahvil toplam işlem hacmi ve toplam ticaret değeri hızlı yükselmiştir. Ayrıca uluslararası tahvillerin toplam işlem hacmi ve toplam ticaret değeri nispi yükselmiştir. Özel yasalarla çıkarılmış tahviller ise iki kat yükselmiştir. Ancak şirket tahvili diğer tahvil türlerine göre daha az yükseliş kayıtlı etmiştir. Sonuç itibarıyla Güney Kore tahvil piyasası daha yüksek seviyeye ulaşmıştır.

2.3.3.4. Türkiye ekonomisi ve tahvil piyasası

Türkiye piyasası makroekonomik görünümü ve tahvil piyasası iki başlık altında incelenecektir.

2.3.3.4.1. Türkiye makro ekonomik göstergeler

2007 yılında başlayan Dünya ekonomi krizi 2009 yılının başlarına kadar sürdürmüştür. Ancak bu tarihten itibaren ABD ve bazı gelişmiş ülkelerin krizden tamamıyla çıkmamıştır.

Krizin ilk yılında çıkış itibariyle gelişmekte olan ülkeleri tam da etkilememiş ise de 2012 yıllarında etkilemiş duruma gelmiştir. Ekonomi daralmaya başlamış olup gelişen piyasalardaki dış ticaret hacmi düşüşü ile gelişmekte olan ülkeleri etkilemiştir (Sermaye Piyasaları Uygulama ve Araştırma Merkezi, 2012; s.12) 2009'de dünya finansal piyasaları iyileşme sürecini 2010'e kadar sürdürmüştür. Ancak 2011'de Avrupa Birliği üyesi olan bazı ülkelerinin uluslararası piyasada oluşturan riskleri ile piyasayı durgunluğa götürmüştür. 2012'de ise piyasa likidite fazlalığı ile iyileşme görse de 2013'de ABD varlık alımlarını azaltacağı hakkında bilgilendirmesi ve uygulaması piyasayı yeniden belirsizlik duruma sokmuştur. Belirsizlikten dolayı faiz oranları yüksemiş, sermaye çıkışları hızlandırmış ve borsalar ve para birimleri değeri düşmüştür. Ancak 2013 son çeyreğinde ABD merkez bankası tarafından açıklanan varlık alımlarını devam edeceğine dair piyasalar yeniden nispi iyileşme gözüktü de borsa performansları eski konumu yakalamamıştır. Bu belirsizlikler 2014'de devam etmiştir. 2014'de ABD varlık alımları azalmasının başlaması, petrol ve emtia fiyatları düşmesi, Orta doğudaki gelişmeler, Kırım olayı politik riskler dünya finansal piyasasına belirleyici rol oynamıştır. 2015'de ABD ekonomisi toparlanmış ve dolar güç kazanmıştır. Ancak Amerika'nın başkanlık seçimi ve İngiltere Brexit referandumu jeopolitik riskleri arttırmıştır (Türkiye Sermaye Piyasası Birliği, 2014, 2015, 2016).

Türkiye sermaye piyasası çok eskilere dayanmaktadır. Kırım savaşıdan sonra devletin dış ve iç borçlanmalar azınlıkta olan kişiler tarafından işlem görmüştür. Daha sonra borsa adı altında organize olmuştur. Osmanlı imparatorluğu 1866 "Der Saadet Borsasını" kurmuştur. Bu borsada yabancı ve özel şirketlerinin tahvil ve hisse senetlerinin satışı yanında devletin tahvilleri de satışı yapılmıştır. Almanya, İngiltere ve Fransalı şirketlerinin tahvilleri satışı ile 20. Yüzyılın İngiltere'den sonra Avrupa'nın en önemli borsası olmuştur. Daha sonra 1906'de adı "Esham ve Tahvilat Borsası'na değiştirilmiştir. 1. Dünya savaşı sürecinde borsa kapandı ve daha sonra 1929'da "Menkul Kıymet ve Kambyo Borsaları" yasaları revize ederek "İstanbul Menkul Kıymet Borsası" adıyla işlem görmeye başlamıştır. Ancak eski gibi canlı olmamıştır. Daha sonra Ankara'da "Kambyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adıyla işlem görmüştür. Faaliyet hacmi sifıra yakın olması 1941'de İstanbul'a taşıma kararı alınmıştır. Ancak durgunluğuna devam etmiştir. Ayrıca reform çalışmaları da etki yaratmamıştır. 1980'de yılın başlarında bankerlerin karşıladığı olaylar sonrası Sermaye Piyasası Kanunu yeniden tasarıma geçmiştir. Sonunda 1985'de "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" yeni adıyla 1986 işlem görmeye başlamıştır (Bolak, 2001; 81-82).

Türkiye Cumhuriyet ilanı itibarıyla bugüne kadar birçok kriz ile karşılaşmıştır. Ülkede ciddi ekonomik sorunlarına çıkmasına karşın ekonomik mücadele programlar ve reformlar yapmıştır. 1960 - 1990 yıllar arası enflasyon, işsizlik, dış borç ve faizler yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir (Sungur, 2015; 243).

Çizelge 2.40. Türkiye seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Mevduat Faiz Oranı	Toplam Mevduat / GSYH	Toplam Kredi /GSYH
2000	272.979	6,64	54,92	47,16	27,63	37,02
2001	200.252	-5,96	54,40	74,70	31,51	51,63
2002	238.428	6,43	44,96	50,49	32,95	46,30
2003	311.822	5,61	21,60	37,68	30,74	41,56
2004	404.786	9,64	8,60	24,26	28,51	40,07
2005	501.416	9,01	8,18	20,40	31,24	43,95
2006	552.487	7,11	9,60	21,65	34,27	43,98
2007	675.770	5,03	8,76	22,56	36,38	47,18
2008	764.335	0,85	10,44	22,91	39,38	52,20
2009	644.640	-4,70	6,25	17,65	45,56	61,68
2010	771.901	8,49	8,57	15,27	46,03	68,05
2011	832.523	11,11	6,47	14,22	43,50	66,65
2012	873.982	4,79	8,89	16,35	43,39	67,14
2013	950.579	8,49	7,49	15,76	43,63	72,90
2014	934.185	5,17	8,85	16,77	45,07	75,32
2015	859.796	6,09	7,67	14,92	44,47	77,54
2016	863.721	3,18	7,78	14,61	46,33	80,60
2017	851.549	7,44	11,14	15,29	-	80,84

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

2000-2017 yıllar arası GSYH'si kayıt ettiği görülmektedir. Büyüme oranı ise istikrarsız bir trend izlemiştir. Enflasyon oranı ve mevduat faiz oranı düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Finansal sektör mevduatı/GSYH ve ulusal finansal sektör kredileri /GSYH oranı yükseliş göstermiştir.

Bugün Türkiye'de büyümenin temel nedeni özel sektör tüketimi ve yatırım harcamalarıdır (Gündüz, 2008; 86). Özellikle 2008 kriz dönemine kadar ülkedeki karlı potansiyeli değerlendirmek açıdan yabancı kaynaklarının girişi ile üretim artış göstermiş ve büyüme oranlarını artmıştır. 2010 ve 2011 yıllarda büyüme yükselmiştir. Ekonomik iç ve dış taleplerinin dengelemesine karşın uygulanan tedbirler sonucunda 2012'de büyüme yavaşlamıştır. 2013'de iç talep artışı ile büyümüştür. 2014-2017 yıllarda ise büyüme istikrarlı bir büyüme kayıt etmiştir. Türkiye'nin 2005- 2017 yıllar arası reel büyüme baktığımızda nispi istikrar görünse de 2009'de dünya kriz döneminde negatif reel büyüme görmüştür. Ancak 2011'deki kriz döneminde reel büyüme en yüksek seviyeye gelmiştir. Faiz

oranı ise yıllar itibariyle düşüş izlemiştir. Türkiye ekonomisi yıllarca yüksek enflasyon oranı izlemiştir. 2001 kriz sonrası güçlü ekonomik program çerçevesinde sıkılaştırma para politikası ve enflasyon hedeflemesi sonucunda düşük seviyede gerçekleşmektedir (Sungur, 2015; 253). Uluslararası kredi krize kadar yükseldiği kriz sonrası düştüğünü görülmektedir. Uluslararası mevduat 2014'e kadar yükseldiği daha sonra düşüş görülmektedir. Enflasyon oranı yükselmesi, gıda fiyatlarının yükselmesi ile önemli bir etkidir. Enflasyon, maliyet kaynaklı baskıları gelecek dönemde devam edebilir. Ortalama %8 enflasyon oranı istikrarlı olmasına rağmen son dönemde iki haneli oranı görmeye başladı (Deloitte, 2018; 29-31-32) İşsizlik oranı az dalgalanma ile ortalama olarak aynı oranla hareket etmiştir. Rezerv varlıklar ise 2005 ve 2012'de yüksek hacimlere ulaşmışsa da yıllar itibarıyla hacmi küçülmüştür. Enflasyon Rusya ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler enflasyon oranı bozulması, mücadelesinde erken ve yüksek faiz yoluyla enflasyonu düşüşünü sağlamış olup tekrar gevşek politikaya yönelmiştir (Deloitte, 2018; 35).

2.3.3.4.2. Türkiye tahvil piyasası

2008 yılı dünya kriz öncesi yıllarında Türkiye olumlu performans sergilemiştir. Ancak uluslararası entegrasyon sürecinde olan Türkiye diğer gelişmiş olan ülkeler gibi piyasayı negatif etkilemiştir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, 2008; 35). 2009'de bir çok gelişmiş ülkeleri kriz etkisinden çıkmaması halinde Türkiye 2009 ve 2010 yıllarında olumlu gelişmeler kayıt etmiştir (TSPAKB, 2011, 35). 2011'de dünyadaki belirsizliklerin devamı ülkedeki sermaye piyasaları olumsuz etkilemiştir. Enflasyon oranı yükselmiş ve borsanın değeri düşmüştür. Yılın sonunda ise toparlanmıştır (TSPAKB, 2011, 25). 2012'de Türkiye sermaye piyasası 2011'e göre daha olumlu gelişmeler kayıt etmiştir. Kredi derecelendirme notu yükselmesi ve borsanın değeri yükselmesi, enflasyon, faiz ve risk primi düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul borsası birleşerek İstanbul borsası adı altında işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra vadeli işlem ve opsiyon borsası da katılmıştır (TSPAKB, 2012; 27). 2013'de Türkiye uluslararası finansal piyasalardaki belirsizlikler ortamında ülkedeki finansal piyasalarının iyileşmiş eğilimine girmiştir. Ancak finansal şartlarının sıkılaştırmanın sürdürmesi faiz oranı yükseltmiş, paranın değeri düşmüş ve borsa endeksi geriye dönmüştür (TSBP, 2013, 15) 2014'de dalgalı bir yıl geçirmiştir. Bir yandan likidite olumlu şartları, bir yandan petrol fiyatlarının düşüşü, faiz oranı bir yandan ise Merkez bankası sıkılaştırma para politikası ile faiz oranı desteklemiştir. Diğer yandan ise uluslararası piyasalarının iyileşmesi ile faiz oranı indirime

gitmiştir (TSPB, 2014, 8). 2016’de Türkiye sermaye piyasası pay endeksi, düşük seviyedeki petrol fiyatlar, likidite fazlalığı, başbakan Davutoğlu’nun istifası ve 15 temmuz Darbe teşebbüsü ile dalgalı seyir etmiştir (TSPB, Ekin Fıkır Koca ve Diğerler, 2017; 7). Aşağıdaki tabloda 2005 – 2016 yıllar arası Türkiye sermaye piyasası genel durumu incelenecektir.

Çizelge 2.41. Türkiye sermaye piyasası görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Sermaye Piyasası Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi, (GSYH’nin yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanma Senetler Stoku/GSYH Oranı	Özel Sektör Uluslararası Borçlanma Senetler Stoku/GSYH Oranı
2000	27,83	178.998	60,79864	0,01	1,11
2001	21,55	74.530	32,79855	0,01	1,29
2002	16,26	69.937	28,50807	0,01	0,93
2003	16,81	98.160	31,46908	0,01	0,55
2004	20,86	146.605	36,20717	0,01	0,71
2005	26,01	200.858	39,8326	0,00	1,18
2006	28,24	222.724	40,99102	0,02	1,50
2007	33,81	294.295	48,06392	0,17	1,53
2008	27,18	247.893	28,94482	0,05	1,29
2009	25,12	305.036	48,51076	0,05	1,49
2010	35,38	411.469	52,24087	0,24	1,60
2011	28,22	393.910	43,37126	0,84	1,64
2012	28,32	357.779	41,06793	1,73	2,31
2013	26,30	419.362	39,37082	1,72	3,22
2014	21,12	393.976	39,57945	2,02	4,61
2015	21,43	374.449	40,67063	1,84	4,91
2016	19,81	327.118	32,62715	1,58	5,55
2017	21,66	391.157	44,30789	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

2005- 2016 yıllar arası borsa kapitalizasyonu / GSYH oranı düşerken sermaye piyasası işlem hacmi yükseliş kayıtlı etmiştir. İşlem gören hisse senedi değeri 2000-2002 yıllar arası düşüş kayıtlı ederken 2002 yılı sonrası yükseliş trende girmiştir. Özel sektör borçlanma senetlerinin stok/GSYH oranı ve özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin stoku/GSYH oranı yükseldiği göstermektedir.

1967 yılında Türkiye’de özelleştirme faaliyetlerinin başlaması ile birlikte özel sektör için finansal kaynak sağlamanın bir yolu tahvil ihraç etmektir. Özel sektör tahvil piyasası 1970’lerde yıllık ortalaması artmaya başlamıştır. 1970’de bu gelişmeye düzen vermek için TCMB yetkisini kullanmıştır. Türkiye’de özel tahvil piyasası 1991’e kadar gelişmeye devam etti. 1994’de devletin özel sektöre getirdiği kısıtlamalar ile tahvil piyasası devlet hâkimiyetine geçti. Ancak hükümet ekonomik istikrarsızlık nedeniyle kısa dönemde

tasarrufları toplama amacıyla DİBS faiz politikasında sunduğu yüksek faizi ile özel sektör tahvil piyasasına dışlama etkisi yaratmış olup 2006 yılına kadar sıfır ihracı ile gerçekleşmiştir. Ayrıca bu dışlama etkisinin diğer artış etkeni DİBS' ler de vergi muafiyeti uygulamasına karşın özel sektör tahvillere %10 vergi uygulamıştır (Bastı, 2013: 187-188). Aşağıdaki tabloya baktığımız gibi 2005 itibariyle devlet tahvili 211 milyar TL ile 2016 yılında 452 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Uluslararası tahvil ise 2005'de 41 milyar TL ile 2016'de 181 milyar TL yükselmiştir. Özel sektör tahvili 2005'e kadar 8 yıl boyunca ihraç edilmemiştir. 2006 yılı sonrası tahvi ihracı artış göstermiş ve dışlama etkisinin azaldığını göstermektedir.

Düşük reel faiz görünümü ile diğer yatırım alanları arttırması özel sektör tahvil piyasasının gelişimini hızlandırmıştır (TSBP, 2016; 45). Türkiye 2006 yılında tekrar tahvil ihraç ve rekabet edebilir duruma gelmiştir. 2006'da hızlı bir şekilde hız kazanmış olup 2016'de 19 milyar TL ulaşmıştır.

2.3.3.5. Avustralya ekonomisi ve tahvil piyasası

Avustralya piyasasını makroekonomik görünümü ve tahvil piyasası iki başlık altında incelenecektir.

2.3.3.5.1. Avustralya makro ekonomik göstergeler

Avustralya tarihsel olarak genellikle tarımsal ürünler, mineraller ve enerji üreticisi olarak bilinmektedir. Bugün Avustralya ihracatının yaklaşık %95 tarım ve madencilik sektörleri oluşmaktadır. İmalat sektörü bir çok gelişmekte olan ülkelere göre daha düşüktür (Eslake, 2007;1). Zamanla, Avustralya ekonomisinin yapısı, madencilik endüstrisinin önemi arttıkça az hız ile tarımdan ve imalattan uzaklaşmıştır. Son yıllarda, madeni kaynak ihracat fiyatlarındaki ve madencilik yatırımlarındaki artışa bağlı olarak yapısal değişimin arttığı görülmektedir (Connonlly ve Lews; 2010, 1). Ülke ağırlıklı olarak hizmet sektöre dayalı bir ekonomiye sahiptir. Güçlü ve sağlam finansal sisteme sahip olması nedeniyle dünya krizinden pek olumsuz etkilenmemiştir. Aşağıdaki tabloda ülke makro ekonomi genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.42. Avustralya seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduat / GSYH (Finans Sektörü)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	415.034	3,94	4,46	7,72	60,90	133,28
2001	378.215	1,93	4,41	6,84	61,78	134,21
2002	394.486	4,00	2,98	6,36	63,10	133,65
2003	466.294	2,99	2,73	6,61	64,95	137,82
2004	611.904	4,00	2,34	7,05	67,99	138,79
2005	692.641	3,19	2,69	7,26	69,62	141,47
2006	745.521	2,83	3,56	7,61	72,87	142,80
2007	851.962	3,78	2,33	8,20	82,05	133,36
2008	1.052.584	3,66	4,35	8,91	91,94	125,73
2009	9.264.482	1,92	1,77	6,02	95,72	128,87
2010	1.144.260	2,05	2,92	7,28	93,08	130,21
2011	1.394.280	2,45	3,30	7,74	94,87	126,17
2012	1.543.411	3,89	1,76	6,98	98,59	123,50
2013	1.573.696	2,64	2,45	6,18	94,26	129,23
2014	1.464.955	2,56	2,49	5,95	89,84	138,04
2015	1.349.034	2,35	1,51	5,58	102,99	127,85
2016	1.208.039	2,83	1,28	5,42	105,42	128,79
2017	1.323.421	1,96	1,95	5,25	-	-

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

2000-2017 yıllar arası Avustralya GSYH'si yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı ve enflasyon oranı ve borçlanma faiz oranı düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Toplam mevduatı/GSYH ve toplam kredi/GSYH oranı yükseldiği görülmektedir.

2.3.3.5.2. Avustralya tahvil piyasası

Avustralya borsası dünyanın en gelişmiş borsalardan biridir. Avustralya'da bir çok borsa bulunmaktadır. En büyük borsaları Avustralya Menkul Kıymetler Borsası, Avustralya Ulusal Borsası ve Asya Pasifik Borsasıdır. (Nyasha ve Odhiambo, 2013; 39). Avustralya hisse senedi piyasaları hükümet tarafından yapılan reformlarla olumlu etkilenmiş olup büyüme yaşamıştır (Nyasha ve Odhiambo, 2013; 43).

2000-2017 yıllar arası borsa kapitülasyonu/GSYH oranı ve sermaye piyasası toplam işlem hacmi yükseldiği görülmektedir. İşlem gören hisse senedinin işlem hacmi ise kriz yıllarına kadar yükselirken kriz sonrası düşüş kayı etmiştir. Özel sektör borçlanma senetleri ve özel sektör uluslararası borçlanma senetlerinin yükseliş trende girdiği görülmektedir.

Çizelge 2.43. Avustralya sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GDP Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senedinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanama Senetler/GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanama Senetler/GSYH
2000	97,82	9.642	51,37	37,64	23,21
2001	91,83	7.693	63,61	40,47	26,05
2002	94,68	6.109	73,75	43,34	27,83
2003	107,92	11.135	90,43	52,46	31,08
2004	122,02	24.159	89,05	51,63	35,23
2005	117,70	46.468	88,45	49,28	35,67
2006	128,31	82.049	115,21	58,10	46,88
2007	144,16	129.974	161,19	70,60	46,51
2008	104,30	104.688	79,78	60,38	41,78
2009	98,14	51.327	90,83	76,48	51,20
2010	129,76	48.626	98,87	65,70	43,35
2011	102,07	42.356	80,94	55,72	36,29
2012	85,91	23.405	58,68	56,45	37,82
2013	87,56	25.843	50,07	50,93	41,10
2014	85,95	31.592	48,02	54,22	42,18
2015	87,71	32.197	55,64	58,18	49,14
2016	95,64	30.867	65,81	55,64	48,37
2017	333,89	37.906	61,15	-	-

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Avustralya, uluslararası ve ulusal şirketler ve hükümetler tarafından ihraç edilen tezgâh üstü “OTC” tahvil piyasasına sahiptir. Avustralya Tahvil piyasası, geleneksel bankacılık piyasasına ek olarak şirketlere daha geniş bir dizi uzun vadeli fonlama seçeneği sunmakta önemli bir rol oynamaktadır (The Fixed Incom Expert, 2018). Dünyanın en büyük üç kredi derecelendirme kuruluş tarafından sürekli AAA notu alan Avustralya, yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından büyük ilgi gösterilmiştir (Ashton, 2014;3). Avustralya Tahvil piyasası, geleneksel bankacılık piyasasında ek olarak şirketlere daha geniş bir dizi uzun vadeli fonlama seçeneği olarak önemli bir rol oynamaktadır (Ashton, 2014; 9). Tahvil piyasası, ASX'in kapitalizasyonunun üçte ikisini temsil etmektedir, ancak yıllık 2.5 trilyon dolarlık ciro, ASX'in iki katı üzerindedir. Listelenen tahviller, OTC tahvil piyasasının% 5'inden azını temsil etmektedir (FIIG,2018). Avustralya tahvil piyasasının devlet sektörü, her zaman offshore yatırımcılardan güçlü bir destek görmüştür (Ashton, 2014; 3). Uygulamada, ASX'teki şirket tahvilleri piyasası, hükümetler tarafından ihraç edilen tahvillere kıyasla daha az likittir. Avustralya’da 1 trilyondan fazla şirket tahvil stoku vardır. Şirket tahvili piyasası, borsada işlem gören hisse senedinin (ASX)% 70'i kadardır.

Avustralya kurumsal tahvil piyasasının sadece % 47'si Avustralyalı yatırımcılara aittir (Deloitte, 2018;1).

2.3.4. Avrupa Birliği Ekonomisi ve Tahvil Piyasası

Avrupa Birliği piyasasını incelemek için ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yeri iki başlık altında incelenecektir.

2.3.4.1. Avrupa Birliği makro ekonomik göstergeler

Avrupa Birliği, kıtasının büyük kısmını kapsayan 28 Avrupa ülkesi arasında bir ekonomik ve politik birliğidir (European Union; 2018). Üye ülkelerinin tümü bağımsız devletler olmasına rağmen, güçlerinin ve faydalarının elde edilmesi için bazı egemenliklerini bir araya getirmiştir. Üye Devletlerin kendi karar alma yetkilerini oluşturdukları ortak kurumlara devrettiği anlamına gelir, böylece ortak ilgi alanlarına ilişkin kararlar Avrupa düzeyinde demokratik olarak yapılabilmektedir. Avrupa birliğinin çok yönlü amaçları bulunmaktadır. Avrupa birliği temel amaçlarının biri üye ülkelerinin ekonomi, parasal birliği ve toplumsal refaha ulaşmasıdır. Avrupa Birliği, dünyanın en büyük ticaret bloğudur. (European Union; 2018). Avrupa Birliğinde üye olan en önemli ülkelerden İngiltere, siyasi ve ekonomi nedeniyle Haziran 2016'de referandum ile Avrupa Birliğinden çıkma kararı almış ve çıkış süreci başlatmıştır. Aşağıdaki tabloda Avrupa Birliği bazı makroekonomik verileri yer almaktadır.

Çizelge 2.44. Avrupa Birliği seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler (milyon dolar)

Yıl	GSYH	Reel GDP Büyüme	Uluslararası Kredi	Uluslararası Mevduat	Enflasyon
2005	14441000	2,3	5089682,8	5648218,3	2,3
2006	154050000	3,6	5168820,8	5826405	2,3
2007	17796000	3,3	5943608,8	6574696	2,4
2008	8912444	0,6	6330767,3	6626021,8	3,7
2009	19136672	-4,3	7430213,5	7431694	1
2010	17101456	2,1	8298443	8254301,5	2
2011	16992731	1,8	8552276,8	8000106,3	3,1
2012	18352575	-0,4	9160641,3	8317735,5	2,6
2013	17290201	0,3	10913854	9827894,5	1,5
2014	18026881	1,8	9940888,3	8913732,8	0,5
2015	18632423	2,3	7547577,5	6890322	0
2016	16410700	2	6387752	5777443,3	0,2
2017	16487344	2,3			1,7

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, BİS; <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6%7C37>, (21.02.2019)

Yukardaki çizelgeye baktığımız gibi 2000-2016 yıllar arası Avrupa Birliği GSYH'sine baktığımızda nispi bir yükseliş kayıt ederken reel GSYH'si az dalgalı ve aynı seviyede kalmıştır. Uluslararası kredi ve uluslararası mevduat 2014 yılına kadar yükseldiğini daha sonra düştüğünü görülmektedir. Enflasyon oranı düşük seviyelerde izlerken işsizlik oranı nispi bir yükseliş ile iki haneli rakam görmüştür. Rezerv varlıklar ise yükseliş kayıt etmiştir. Avrupa birliği aşağıdaki başlıklar altında sermaye piyasası ve tahvil piyasasını inceleyecektir. Avrupa Birliği ülkeleri olumsuz etkilenmiştir.

2.3.4.2. Avrupa Birliği tahvil piyasası

Avrupa Birliği sermaye piyasasını entegrasyonu gerçekleştiren bir unsur olarak Avrupa Para Birliği "EMU" faaliyet göstermektedir. Euro'nun piyasaya girmesiyle döviz kurlarının riskini düşürmüştür (PWS, 2015; 9). Avrupa 2007-2008 finansal kriz ve 2010-2013 yıllar arası Euro bölgesinde bankacılık krizi, banka dışı finansman kaynaklarının ihtiyaç duyulması ve durumu daha da kötüleşmesi Avrupa'nın parçalanmış sermaye piyasalara karşın Avrupa Komisyonu tarafından Avrupa sermaye piyasası kurumu açılması söz konusu olmuştur. (Sapir ve diğerleri, 2018; 2) (PWS, 2015; 9). Sermaye piyasaları birliği (CMU), Avrupa Komisyonu'nun Avrupa'daki sermayesini harekete geçirme planını ve KOBİ'ler dahil olmak üzere tüm şirketlerinin işlerini genişletmek amacıyla ihtiyaç duyan altyapı projelerine yönlendiren kurumdur (European Union; 2018). Sermaye piyasaları entegrasyonunu amaçlayan AB politikaları, 50 yıldan daha fazla bir süreyi kapsamaktadır. 1957'den bu yana, bu politikalar her biri kabaca 20 yıl süren ve büyük politik ve ekonomik olaylar tarafından yönlendirilen üç ana aşamada geliştirdi. Birinci dalga 1950-1970 yıllar arası ikinci dünya savaş sonrası sermaye piyasa kısıtlamaları ortadan kaldırmasıydı. İkinci dalga Bretton Woods'un sonrası ve soğuk savaş bitimi 1980 sonlarından 2000'lerin ortasına kadar politika koordinasyonu, karşılıklı tanıma (Pasaport) ve minimum uyumlaştırma süreciydi. Üçüncü aşamada 2000 yıllarının sonu ve günümüze kadar kurumsal yakınlaşma amacıyla sınır ötesi tekil kuralların engellerinin kaldırılmasıydı (Valiante, 2016; 23). Avrupa birliği bazı sermaye piyasası genel durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Aşağıdaki çizelgeye baktığımızda 2000-2016 yıllar arası GSYH yükseldiği görülmektedir. Büyüme oranı dalgalı ve düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Enflasyon oranı düşüş kayıt etmiştir. Toplam kredi/GSYH oranı yükseldiği görülmektedir.

Çizelge 2.45. Avrupa Birliği sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	272.979	3,87	3,10	-
2001	200.252	2,20	3,15	114,66
2002	238.428	1,35	2,31	115,10
2003	311.822	1,31	2,08	117,89
2004	404.786	2,57	2,26	119,85
2005	501.416	2,11	2,47	124,86
2006	552.487	3,35	2,60	131,80
2007	675.770	3,08	2,48	141,27
2008	764.335	0,48	4,16	150,62
2009	644.640	-4,35	0,93	157,34
2010	771.901	2,24	1,67	168,23
2011	832.523	1,76	3,31	168,30
2012	873.982	-0,40	2,63	167,56
2013	950.579	0,26	1,31	155,73
2014	934.185	1,78	0,22	155,28
2015	859.796	2,35	-0,05	149,66
2016	863.721	2,04	0,22	150,71
2017	851.549	2,46	1,47	145,96

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

Avrupa birliğinde olan ülkelere devlet tarafından ihraç edilen tahvillerinin Avrupa’da şirket tahvillerinin ihracı 2006-2016 yılları arası iki kat yükselmiştir. Şirket tahvil ihraç etme ve çok istekli olmalarının nedeni ise düşük faiz tahvil ihraç edebilirliğidir. Finansal şirketler Avrupa’da en büyük tahvil ihraççısı ve yaklaşık %70 tahvil piyasasını kapsamaktadır. 2017’de Finansal olmayan şirketler tahvil ihracında fon kullanıcılar sektörü %20.4, tüketici sektörü %19.7, sanayiciler %14.9 ve iletişim sektörü %12.8 kapsamaktadır. Diğer taraftan ise finansal olmayan şirketlerinin ihraç eden tahviller ise çoğunlukla yatırım sınıfıdır. 2017’de NCF’liler ödenmemiş tahviller % 64.1 oluştururken, yüksek getiri tahviller %14,5 ve teminatlı tahviller %13,4 oluşturmuştur (European Commission, 2017; 14-15)

Finansal kriz, şirket tahvil piyasalarının entegrasyonunu tersine çevirmiş ve çeşitli ülkelerdeki şirketlerin fonlama kabiliyetini bozmuştur. Vergi, düzenleme ve bilgi asimetrisi gibi kısıtlamalar da borç piyasalarının entegrasyonunu engellemiştir. Uluslararası tahvil piyasaları da, yurtdışındaki borçları ihraç eden firmaların yurt içi sorunlara bağlı olanlardan daha büyük ve daha yüksek kaldıraçlarıyla tüm firmalar için erişilebilir değildir. Avrupa Birliği üye olan Ülkeler’de özel sektör tahvil ihraçları birbiriyle farklılık göstermektedir (European Commission, 2017; 15).

Bond Market Contact Group “BMCG” Euro bölgesi tahvil piyasası ile ilgili konuları tartışmak için bir forum olarak hizmet vermektedir. Bu hizmetler kısa vadeli piyasa gelişmelerini, yapısal ve düzenleyici eğilimleri ve Euro bölgesi tahvil piyasasının işleyişini içerir. Avrupa birliği oluşması ve Euro para birimi kullanması devlet tahvil piyasasının büyümesine önemli rol oynamıştır. Aşağıdaki tabloda Avrupa birliği tahvil piyasasının genel durumu yer almaktadır. Avrupa Devlet Tahvili “EGB” Avro Bölgesi'nin Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, İspanya 12 üye ülkesi tarafından ihraç edilen Euro tahvilleri Avrupa bölgesinde uygulanan para politikası Avrupa Merkez Bankası “ECB” tarafından belirlenir (ICAP, 2011; 11). Euro Bölgesi Hükümeti tahvil piyasası büyüktür. Yüksek işlem hacmine sahip ve dar spread ticareti vardır (NEX, 2017; 3).

ESMA, yatırımcıların korunmasını tedbirleri yükselmiş olup, istikrarlı ve düzenli finansal piyasaları teşvikte bulunması Avrupa Birliği'nin mali sisteminin istikrarını korumaya katkıda bulunan bağımsız bir AB kuruluşudur (ESMA: 2018). Avrupa birliği tahvil piyasası 2006- 2016 yıllar arası iki katına çıkmıştır. Bunun nedeni ise düşük faiz oranlı tahvillerdir. Şirket tarafından ihraç edilen düşük maliyetli tahvil ve düşük faiz oranlarına çok istekli olmasından kaynaklanmaktadır. 2017 verilerine göre bu bölgede ağırlık olarak finansal şirketler tarafından 4.32 Euro Trilyon şirket tahvil ihraç edilmiştir. (European Comission, 2017; 15).

Avrupa Finansal İstikrarı Mekanizma “EFSM” ve Avrupa Finansal İstikrar Fonu “EFSF” 10 Mayıs 2010'dan beri faaliyete geçti. EFSF, Euro bölgesi ülkeleri tarafından garantili piyasada tahvil ihraç etmeye yetkilidir. Devlet tahvili teminatlı menkul kıymetler “SBBS”, Euro bölgesi merkezi devlet tahvillerinin çeşitlendirilmiş bir portföyü tarafından desteklenen menkul kıymetlerdir. Bu, bankaların egemenlik risklerini çeşitliğine ve ana hükümetleriyle olan bağı daha da zayıflamasına yardımcı olacak ve önerilmiş bir finansal araçtır.

Çizelge 2.46. Avrupa tahvil piyasası

Yıl	Borçlar/GDP	Tahvil Stoku /GDP
2013	91,6	65,4
2014	91,9	66,4
2015	89,9	66
2016	89	66
2017	86,7	65,3

Kaynak: ECB, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>, (8.09.2018)

Avrupa tahvil stoku GSYH oranlaması ile % 65-66 yüksek seviyede gerçekleştiği görülmektedir.

2.3.5. Suudi Arabistan Ekonomisi ve Tahvil Piyasası

Suudi Arabistan, Petrol'e dayalı ekonomisi ile 2003-2013 yıllar arası petrol sektörü gelişimi hız kazanmıştır. Bu dönemde toplum refah ve değişim getiren önemli bir modernizasyon geçirmiştir (Mackinsey, 2015;1). Ayrıca Suudi Arabistan ekonomisi Ortadoğu'da en büyük ekonomiye sahiptir.

2.3.5.1. Suudi Arabistan makro ekonomik göstergeler

Suudi Arabistan ekonomisi son yıllarda yüksek petrol fiyatları ve üretimi, güçlü özel sektör faaliyeti, artan hükümet harcamaları ve bir dizi reformlarının uygulaması ile hızlı ve güçlü bir şekilde büyüdü (Aldervish ve Diğerleri; 2015; 1). Suudi Arabistan 2030' vizyon çerçevesi ve modernizasyon projeler reformları gerçekleştirme çabasıdadır.

Aşağıdaki çizelgeye Suudi Arabistan genel ekonomiye baktığımızda diğer ülkeler gibi 2008 Dünya krizinden olumsuz etkilemiştir. 2000-2016 yıllar arası GSYH'si ve büyüme oranı yükselirken reel GDP düşüş eğilimine girmiştir. Büyüme oranı dalgalı ve düşüş kayıt etmiştir. Enflasyon oranı düşük seviyelerde izlerken kriz döneminde yükseldiği kriz sonrası düştüğü kayıt ettiği görülmektedir. Ulusal finansal sektör kredisi /GSYH oranı 2000-2004 yıllar arası yükseldiği, 2004-2014 yıllar arası düştüğü ve 2014 sonrası tekrar yükseldiği görülmektedir.

Çizelge 2.47. Suudi Arabistan seçilmiş makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	Toplam Kredi /GDP (Ulusal)
2000	189.514	5,63	-1,12	34,54
2001	184.137	-1,21	-1,12	39,12
2002	189.605	-2,82	0,25	40,72
2003	215.807	11,24	0,61	43,06
2004	258.742	7,96	0,52	40,35
2005	328.459	5,57	0,48	28,82
2006	376.900	2,79	2,21	21,30
2007	415.964	1,85	4,17	16,10
2008	519.796	6,25	9,87	-3,65
2009	429.097	-2,06	5,06	0,52
2010	528.207	5,04	5,34	-0,12
2011	671.238	10,00	5,83	-4,10
2012	735.974	5,41	2,87	-10,15
2013	746.647	2,70	3,51	-7,86
2014	756.350	3,65	2,24	1,77
2015	654.269	4,11	1,22	20,50
2016	644.935	1,67	2,05	34,06
2017	686.738	-0,86	-0,83	38,78

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

2010’de küresel ekonomi toparlanmanın petrol fiyatlarının artması ve hükümeti artan mali harcamalarının iç talebi artması ve petrol dışı GSYH büyümesini hızlandırması nedeniyle 2010 yılında yüksek bir büyüme kaydetmiştir (İbrahim, 2013;133). Bu büyümeyi istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. Uluslararası krediler 2013 yılına kadar yükseldiği daha sonra düştüğü görülmektedir. Uluslararası mevduat ise yüksek seviyeye ulaşmış olup enflasyon oranı nispi düşüş yaşarken işsizlik oranı istikrarlı bir şekilde düşük seviyede kayıt etmiştir. Rezerv varlıklar çok dalgalı olup en olumsuz etkilenen yıllar 2009, 2015 ve 2016 yıllarında gerçekleşmiştir. Rezerv varlıklar 2009 ‘da dünya krizinden etkilenirken, 2015 ve 2016 yılında petrol fiyatların düşüşünden etkilenmiştir.

Suudi Arabistan sermaye piyasası kökleri 1930 yıllarına dayanmaktadır. Ülkede çoğu kurumları aile şirketi veya devlet kurumlardan oluştuğu için bankalarının borç verme istekliği önemli bir sorun görünmemiştir. Dolayısıyla sermaye piyasası bir alternatif olarak önemi arz etmediği görülmektedir. Ancak 1973 ve 1981 yılı petrol fiyatlarındaki şoklar ekonomisini geliştirmek ve sanayi sektörün değişimi önem arz etmiştir. Krallıktaki sanayi gelişimini finanse etmek için hükümet, sermaye piyasasını finansman için alternatif bir kanal olarak geliştirmek yerine, Suudi Sınai Kalkınma Bankası “SIDB” gibi uzmanlaşmış kredi kuruluşlara güvenmeye başlamıştır. Ancak 1984’de beşinci kalkınma planı sanayileşme

süreci hız kazanırken SIDB tarafından finans yetersizliği ortaya çıkmıştır (Aljazira Capita; 2010, 1).

Suudi Arabistan'daki Sermaye Piyasası Kurumu “CMA” gayri resmi olarak ellinci yılların başında başlamış ve hükümet seksenli yıllardaki temel düzenlemeleri belirleyene kadar başarılı bir şekilde çalışmaya devam etmiştir (CMA; 2018). 2001'den bu yana sermaye piyasaları, ürün karmaşıklığı ve iyileştirilmiş düzenleyici ve teknik altyapı açısından gelişmiştir. Sermaye Piyasası Kurumu 2003 yılında bağımsız bir piyasa düzenleyicisi olarak kuruldu ve 2008 yılında piyasanın yabancılara açılmasıyla İngiliz sermaye piyasasında yatırımcı güvenini artırdı ve borsa faaliyetlerinde önemli artışa yol açmıştır. CMA'nın piyasa liberalleşmesine odaklanması, yabancı bağımsız varlık yönetimi şirketlerinin ve bankacılık dışı yatırım evlerinin Krallığı'nın girişine de açmıştır (Aljazira Capital, 2010; 1). Bakanlar konseyi tarafından 2007'de Tadawol borsası onaylanmıştır. Tadawul, Suudi Arabistan Krallığı'nda Menkul Kıymetler Borsası olarak hareket etme yetkisine sahip tek kuruluştur. Esas olarak borsada işlem gören menkul kıymetlerin mülkiyetinin yanı sıra menkul kıymetler içinde depozit, transfer, takas ve kayıt işlemlerini de yürütmektedir (Tadawul, 2018). 2015 yılında, Tadawul NASDAQ'S X-Stream INET ticaret sistemi başarıyla dağıtmıştır. Aşağıdaki tabloda Suudi Arabistan bazı değişken sermaye piyasası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.48. Suudi Arabistan sermaye piyasası genel görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi (GSYİH'nın yüzdesi)
2000	33,7675	-
2001	38,2642	12,10563
2002	39,2434	18,81698
2003	53,9895	73,70295
2004	89,4447	182,7846
2005	144,1130	335,9727
2006	129,4240	372,2599
2007	99,8106	163,9437
2008	75,3392	100,6791
2009	72,6138	78,09638
2010	63,7441	38,09318
2011	52,1543	43,41761
2012	48,2628	69,45594
2013	56,2433	48,5373
2014	62,8944	75,0171
2015	69,1169	66,783
2016	68,3704	47,50559
2017	65,8914	31,79968

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (24.02.2019).

2000–2005 yıllar arası yukardaki çizelgeye baktığımızda borsa kapitilazasyonu/GSYH oranı yükseldiği ve 2005 yılı sonrası düştüğü kayıt etmiştir. Hisse senetlerinin işlem hacmi 2006 yılına kadar yükseldiği ve 2006 yılı sonrası düşüş yaşadığı görülmektedir.

2.3.5.2. Suudi Arabistan tahvil piyasası

Yatırımcıların son birkaç yıl içerisinde volatilité ve hisse senedi nedeniyle öz kaynaklarını azaltarak sermaye artış faaliyeti son üç yıl içinde büyük ölçüde yavaşlamıştır. Böylelikle, şirketler genişleme planlarını finanse etmek için borç piyasasına, özellikle Sukuk piyasasını geliştirmeye açılmıştır (Saudi Hollandi Capital; 2013;1). Suudi Arabistan'ın iç piyasası olan sukuk pazarı nispeten yeni ve ilk yıllarda nadiren ihraç etmiştir. Sukuk türleri olarak yıllar boyunca farklı yapılar kullanılmış olup, Sukuk yatırımı ve Mudaraba'nın en önde gelenler arasında yer almıştır. Şimdiye kadar ihraç edilen sukukların yaklaşık % 30'unu oluşturmaktadır. 2011'den önce Sukuk yatırımı, ihraççılar arasında en popüler finanslama yapıydı. Son zamanlarda, ihraççılar Mudharabah tabanlı yapıyı tercih etmeye başladılar (Saudi Hollandi Capital; 2013; 3)

Suudi Arabistan hükümeti Suudi Arabistan Para Otoritesi tarafından devlet kalkınma tahviller ve Suudi Arabistan Para Otorite Bonoları ihraç edilmektedir (Saudi Arabian Monetary Agency, 2018). Bankacılık sektörü varlık portföyü büyük ölçüde Suudi devlet tahvilleri, SAMA faturaları ve SAMA ile rezerv gibi yüksek kaliteli likit varlıkları içermektedir (SAMA, 2015; 22).

İslami ülkelerde şariat kurallarına göre borç enstrümanları olarak tahvil ve bono kullanılması caiz değildir. Bunun yerine yatırım sertifikaları olarak sukuk enstrümanları ortaya çıkışına neden olmuştur. Sukuk özü, dayanak, teminat, ana para ve gelir, amaç, risk ve ihraç edenler açısından bir çok yandan bono ve tahvil ile farklılık göstermektedir. Tahvil ve bono işlem mekanizmasında kullanılan faiz, İslam prensiplerine aykırı olduğu için yerine faizsiz tahvil ve bono olarak sukukler geliştirilmiştir.

Sukuk pazarının karşılaştığı temel zorluklardan biri getiri eğrisi şeklinde olan karşılaştırılabilir bir kıyaslama olmamasıdır. Ancak Suudi Arabistan, ilk hükümet destekli sukukunu Ocak 2012'de yayınladı. 4 milyar ABD doları tutarındaki Sivil Havacılık Genel Otoritesi (GACA) sukuk, ileriye yönelik konvansiyonel ve İslami tahvil ihraçlarının

fiyatlandırılmasında bir referans noktası oluşturulmasına yardımcı olmuştur. Suudi Arabistan, Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (GCC) ülkeleri arasında sukuk piyasasında en çok paya sahip olan ülkedir. Haziran 2009'da KSA, sukuk ve tahvil ticareti platformu oluşturan ilk GCC ülkeleri olmuştur (Saudi Hollandi Capital; 2013; 12).

Çizelge 2.49. Suudi Arabistan sukuk / tahvil piyasası (milyon Rls)

Yıl	Sukuk / Tahvil İhraç Tutarı (milyon Rls)	Sukuk/Tahvil Piyasa Değeri (Rls)	Sukuk / Tahvil Nominal Ticaret Değeri (Rls)
2010	35725	433812	155530
2011	41274	1809200	1805080
2012	38274	445981	442990
2013	28014	227066200	226700000
2014	32514	108062950	107630000
2015	28430	452549270	448750000
2016	28190	449950650	451000000
2017	24701	27925600	27925600

Kaynak: Sama, <http://www.sama.gov.> , (16,07,2018)

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2010 -2017 yılları arası Sukuk / Tahvil ihraç tutarı 2011 kadar yükselmekte 2011 sonrası düşüş göstermiştir. Sukuk/ Tahvil piyasası piyasa değeri ve nominal değeri 2014 ve 2015 yıllarında yüksek seviyelere ulaşmıştır.

2.3.6. Arjantin Ekonomisi ve Tahvil Piyasası

Arjantin sermaye piyasası makro ekonomik görünümü ve tahvil piyasası yerini iki başlık altında piyasayı incelenecektir.

2.3.6.1. Arjantin makro ekonomik göstergeler

1930'dan önce, Arjantin 70 yıllık siyasi istikrarı ile hızlı ekonomik gelişimi sağlamış ve Arjantin'i dünyanın en zengin ülkeleri arasında yer almıştır. 20. yüzyılın son on yılında Arjantin ekonomik kurumları için yaklaşık on yıl boyunca ekonomik büyüme ve düşük enflasyon sonuçlanan büyük reformlarla gerçekleştirmiştir (Bambacı ve Diğerleri, 2002). 20. yüzyılda Arjantin diğer gelişmiş ülkeler gibi ekonomi gelişimi sağlarken ekonomi yönetimi başarısızlığı nedeniyle ülke ekonomisi gerilemiştir (Ergün, 2010; 2). Arjantin 1991'deki uyguladığı iktisadi politikası Cavallo programı ile başlamıştır. Programın başlattığı dönemde uzun yıllardır hayper enflasyondan rahatsız olan Arjantin, Cavallo

programı ve paralel olarak para kuru uygulaması ile 7 yıl sonrası ekonomiyi daraltmıştır. Ekonomi daralmanın sonucu vergi gelirleri azalırken devlet harcamaları aynı kalmış olması nedeniyle hükümet iç ve dış borçlanmaya sevk etmiştir. Dolayısıyla teknik açıdan 2001’de borçlarını ödeyemez hale gelmiştir (İnan, 2002; 58-57). 2014’de Amerika mahkemesinin hedge fonlarının borçlarını ödenmeden paraları dağıtılmayacağı hüküm vermesi ile devlet tahvil sahiplerine 539 milyon dolarlık ödemeyi yapamamıştır. Hükümet ikinci kez teknik açıdan iflas etmiştir. Aşağıdaki tabloda Arjantin bazı makroekonomik değişkenler genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.50. Arjantin seçilmiş bazı makro ekonomik göstergeler

Yıl	GSYH (milyon dolar)	Büyüme Oranı	Borçlanma Faiz Oranı	Toplam Mevduatı /GSYH (Finansal Sektör)	Toplam Kredi /GSYH (Ulusal)
2000	284.203	-0,79	11,09	24,9596	34,45
2001	268.696	-4,41	27,71	24,3972	37,24
2002	97.724	-10,89	51,68	19,994	62,42
2003	127.586	8,84	19,15	19,364	50,63
2004	164.657	9,03	6,78	19,6319	41,89
2005	198.737	8,85	6,16	19,5044	34,94
2006	232.557	8,05	8,63	18,9239	28,17
2007	287.530	9,01	11,05	18,4534	25,83
2008	361.558	4,06	19,47	16,5358	21,96
2009	332.976	-5,92	15,66	17,1312	25,66
2010	423.627	10,13	10,56	16,2251	25,33
2011	530.163	6,00	14,09	15,8	26,47
2012	545.982	-1,03	14,06	16,8174	30,60
2013	552.025	2,41	17,15	17,32	33,19
2014	526.319	-2,51	24,01	16,5918	34,43
2015	594.749	2,73	24,92	17,8504	40,43
2016	554.860	-1,82	31,23	18,8207	37,93
2017	637.430	2,85	26,58	-	38,92

Kaynak: World Bank; <https://data.worldbank.org/country>, (21.02.2019).

Arjantin 2000-2017 yıllar arası GSYH yükseliş göstermiştir. Büyüme oranı 2000-2009 yıllar arası yükselirken 2009 yılı sonrası düşüş ve negatif yaşadığı görülmektedir. Borçlanma faiz oranı dalgalı kayıt etmektedir. Toplam mevduatı/GSYH düştüğü ve toplam kredi/GSYH oranı yükseldiği görülmektedir.

2.3.6.2. Arjantin tahvil piyasası

CNV kuruluşu iki ana sistemden oluşmaktadır. Birincisi borsalardan; menkul kıymet piyasalarından, toplu mevduat kuruluşlarından, tasfiye ve takas işlemleri kuruluşlarından oluşan bir borsa sistemidir. Diğer ise kendi kendini denetleyen bir piyasa dışı kuruluştan

oluşan bir tezgah üstü sistem Mercado Abierto Electronico S. A. "MAE" adı ile işlem görmektedir (IDMS, 2007; 2). Buenos Aires Menkul Kıymetler Borsası, Buenos Aires CBD'de bulunan Arjantin'in ana borsalarının işletilmesinden sorumlu kuruluştur. 1854 yılında kurulan ve 1822 yılında Bernardino Rivadavia tarafından oluşturulan Banco Mercantil'in devamı niteliğindedir. Aşağıdaki tabloda ülke sermaye piyasası genel görünümü yer almaktadır.

Çizelge 2.51. Arjantin sermaye piyasası görünümü

Yıl	Borsa Kapitalizasyonu/GSYH Oranı	Toplam İşlem Hacmi (milyon dolar)	Hisse Senetlerinin İşlem Hacmi (GSYH'nın yüzdesi)	Özel Sektör Ulusal Borçlanma Senetler /GSYH	Özel Sektör Uluslararası Borçlanma Senetler/GSYH
2000	17,89	9.701	3,217984	4,94	4,34
2001	14,74	7.564	2,479375	5,01	3,99
2002	13,82	1.277	1,195827	8,56	8,66
2003	20,76	3.078	2,296089	10,34	5,57
2004	22,95	4.832	2,764185	8,83	3,91
2005	22,24	6.853	2,645591	8,44	2,91
2006	20,76	5.277	1,456841	7,37	2,89
2007	18,72	7.381	1,685039	5,54	2,69
2008	13,25	6.617	0,923116	3,75	1,53
2009	11,95	2.983	0,45366	3,44	1,61
2010	12,70	3.805	0,600714	4,16	1,39
2011	9,86	3.284	0,462935	2,91	1,29
2012	6,53	2.191	0,2678	2,77	1,07
2013	7,28	3.342	0,405291	2,38	1,16
2014	9,23	4.803	0,669274	4,75	1,42
2015	9,11	5.091	0,453943	4,02	1,62
2016	9,16	4.624	0,785917	6,82	2,70
2017	12,97	7.402	1,034274		

Kaynak: World Bank, <https://data.worldbank.org/country>, FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> (24.02.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımız gibi 2000-2016 yıllar arası borsa kapitalizasyon 2000-2005 yıllar arası yükseldiği ve 2005 yılı sonrası düşüş kayıt etmiştir. Sermaye piyasası toplam işlem hacmi düşüş kayıt etmiştir. Hisse senetlerinin işlem hacmi düşüş yaşadığı görülmektedir. Özel sektör ulusal borçlanma senetleri 2003'de en yüksek seviye ulaşırken 2003 sonrası düşüş kayıt etmiştir. Özel sektör uluslararası borçlanma senetleri ise düşüş eğiliminde gerçekleşmiştir.

Arjantin'in borçlanması bir çok efsane, gizemli ile doludur. 2001 yılı sonunda temerrüde düşen Arjantin 2005'de yeni borçlarının yeniden yapılandırmayı başarmıştır

(Kiguel, 2016; 6). 2001 yılında ertelenen 82 milyar dolarlık tahvillerin% 76'sını ödemeye devam etmesine izin vermiştir. Ülkede hem devlet tahvili hem de özel sektör tahviller ihraç etmektedir.

Çizelge 2.52. Arjantin tahvil piyasası

Yıl	Özel Sektör Tahvili
2005	1224.70
2006	396.18
2007	421.17
2008	726.59
2009	844.24
2010	743.09
2011	974.30
2012	859.43
2013	2147.50
2014	2877.19
2015	17346.76
2016	32214.58

Kaynak: FIAB, http://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual, (17.07.2018).

Arjantin tahvil piyasası 2005-2016 yıllar arası özel sektör tahvili nispi yükseliş eğilime girmiştir. Tahvil stoku GSYH oranlaması ile yıllar itibarıyla artış göstermiştir.

3. BÖLÜM

TÜRKİYE VE G 20 ÜLKELERİNİN MAKRO EKONOMİK VE TAHVİL PİYASALARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Bu bölümde Türkiye ve G-20 ülkelerinin tahvil piyasası ile ilgili karşılaştırmalı analizi yapılacaktır. Karşılaştırma niteliksel ve niceliksel olarak iki boyutta değerlendirilecektir.

3.1. Niteliklerine Göre Karşılaştırmalı Analizi

Devlet tahvil piyasası çok eski bir tarihe dayanmakta olup günümüzde önemini korumaktadır. Ancak devlet tahvili yanında 1990'ların ortasından bu yana, tahvil piyasaları, özellikle gelişmekte olan ülkelere, özel sektör için giderek daha önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Ülke otoriteleri tarafından şirketlerin borçlanma piyasalarının derinliği ve likiditesi benimsenmeye başlamıştır.(Luengnaruemitchai ve Ong, 2005; 1).

3.1.1. Terminoloji Açısından Karşılaştırma

Ülkelerin tahvil ile ilgili tanımlamaları genel olarak özel sektör tahvilleri ödeme biçimine göre ve vade yapısına göre sınıflandırılmaları ülkelere göre farklılık göstermektedir. Örneğin, Ülkeler ulusal ve uluslararası piyasada siyasi, ekonomik, ve hukuki şartlara göre finansal araçlar geliştirmektedir. Bu finansal araçlar fonksiyonda aynı iken kullanım koşulları farklılık gösterebilir. Dolayısıyla G-20 ülkeleri de tahvil türleri açısından farklılık göstermektedir. Aşağıdaki tabloda G-20 ülkelerinin tahvil türleri yer almaktadır.

Çizelge 3.1: G20 ülkelerinde tahvil piyasasında tahvil türleri

Ülkeler	Tahvil Piyasasında Tahvil Türleri
ABD	Treasury Bills - Notes- Bonds - TIPS- MB General Obligation Bonds - MB Revenue Bonds- MB - Conduit Bonds- Baby Bond, Covered Bond, Brady Bond, Yankee Bonds, Convertible Bond
AB	Euro tahvili (Eurobond)
Çin	Treasury Bonds- Financial bond - Non Financial Bond (CP , MTN) – Renminbi Bond- Convertible Bond – Enterprise Bond – Exchangeable Bond – ABS –
Japonya	JGB - Subsidy Bonds - Zero Coupon Bond - NTT- JR - JT Bonds (Bono)- Utility Bonds - Coupon Bonds- Zero Coupon Bonds - Samurai Bonds
Almanya	Euro Bond - 10-30 Bund- ILB- Boble- Schatz- Bubi1 12 M- Bubi1 6 M – Coco Bond
Birleşik Krallık	Gilts - Retail - Bulldog- Convertible Bond- High Yield Bond - Euro Bond
Fransa	Euro Bond - BTANs- OTANs (Fixed- Rate OATs, Index - Linked OATs, Capitalization)
Hindistan	Government bonds -Treasury Bills (T-Bills)- State Development Loans (SDLs) - Masala bonds - Municipal bonds - Green bonds - Gold Sovereign Bonds- Masala Bond - Euro Bond
İtalya	Eurobond - CTZS - (BTPS) - BTP € IS - (BTP ITALIA)
Brezilya	LTN (Letra do Tesouro Nacional) -NTN-F (Notas do Tesouro Nacional série F) -NTN-B (Notas do Tesouro Nacional série B)- NTN-C (Notas do Tesouro Nacional série C)- Debenture Bonds - Credit Bonds - Infrastructure Bonds - Capex Bonds
Kanada	Fixed-Coupon Marketable Bonds - Treasury Bills - Government of Canada Real Return Bonds (RRBS)- Canada Savings Bonds(CSBs) - Canada Premium Bonds- Canada Bills- Canada Notes-
Rusya	BOFZ , GSO - OFZ, OFZ-AD, OFZ-IN ,OFZ-PD ,OFZ-PK , OVOZ, SMB
Güney Kore	KTB ;Korea Treasury bonds, National Housing Bond (NHB) Type 1 and 2, Foreign Exchange Equalization Fund Bonds (FEEFB),
Avustralya	Treasury Bonds (or ‘TBs’) -Treasury Indexed Bonds (or TIBs)-SEMI- Indexed bonds- Convertible Bond – Simple Bond- Fixed rate bonds- subordinated Bond-Guaranteed Bonds-Collateral Bonds- Non-guaranteed Bonds-
Meksika	Cetes-Bondes-Bonos-Udibonos -BPA182-BPAG91-BPAG28
Endonezya	Treasury Bonds- Financial bond - Non Financial Bond (CP , MTN) - Sovereign Shari’a Securities (Sukuk or Surat Berharga Syariah Negara)- Corporate Bond and Medium-Term Note (MTN) -Corporate Sukuk -Convertible Bond – Komodo Bond
Türkiye	Devlet Tahvili- Nama Yazılı Tahvil- Hamiline Yazılı Tahvil- Başa Baş Tahvil- Primli Tahvil- İkrariyelik Tahvil-Garantili ve Garantisiz Tahvil – Sabit Faizli Tahvil- Değişken Faizli Tahvil- Endeksli Tahvil - İpotekli Tahvil -Çağırabilir Tahvil -Ödeme Kolaylığı Olan Tahvil –
Arabistan	Government Development Bond 2-3-5-7-10, SAMA BİLLS, Investment Sukuk, Mudharabah,Murabahah, Sukuk Al Ijara, Sukuk Al-Wakala Bel-Istithmar, Sukuk Al Musharakah,
Arjantin	Retail Investing Par Bond (Pays Full Face Value) –
Güney Afrika	RSA Bonds, Vanilla Bonds, Variable Bonds, CPI Bonds, Zero Coupon bonds
Dünya Geneline	Eurobond - Convertible – Covered - Formosa - - Prize Bond - Green Bond - Global Bond - Bond ETF - Long Bond -Extendable Bond -Put Bond -retractable Bond - Call Bond - mortgage backed bonds – Convertible Bonds – Samarkand Bond - Social Bond -

Kaynak: IMF, www.investor.gov, <https://csopasset.us/markets/bond-market>, www.chihousai.or.jp, www.asifma.org, www.mef.gov.it, docs.fincad.com, www.waseda.jp, www.boursedeparis.fr, www.treasury.gov.za, www.waseda.jp, www.banxico.org.mx, www.asx.com.au, www.aft.gouv.fr, <https://www.fin.gc.ca/invest/instru-eng.asp>. (28.4.2019).

Yukarıdaki tabloya baktığımızda her ülke tahvil türlerini farklı terimler ve isimlerle tahvil piyasasında işleme sunmaktadır. Ülkeler ekonomi ve finansa özgü şartlarına göre tahvil türleri tasarlamaktadır. Tahvil özelliklerini; nitelik, vade, ödeme yapısı ve itfa olarak sınıflandırabiliriz. Ülkeler tahvil piyasasını daha cazip hale dönüştürmek için tahvil özelliklerini geliştirmekte yâ da yeni tahvil türü tasarlamaktadır. Piyasada tahvil türlerinin ve türevlerinin olması piyasayı daha esnek ve daha etkin hale dönüştürebilir.

3.1.2. Finansal Okur Yazarlık Açısından Karşılaştırma

Son yıllarda finansal piyasalarının gelişimi ile birlikte karmaşık bir yapı oluşmuştur. Finansal piyasalarda bilgili olmak piyasanın etkinliğini sağlayabilir. Dolayısıyla bu çalışmada G-20 ülkelerinin niteliksel olarak finansal okuryazarlığını karşılaştıracamız (Klapper ve Diğerleri). Temel finansal kavramlar anlaşılmadan, finansal yönetim ile ilgili iyi ve donanımlı karar alınamayacağı bilinmektedir. Finansal okuryazarlığa sahip olan insanlar tasarruf, yatırım, borçlanma ve benzeri konularda bilinçli finansal karar verme becerisine sahip olurlar. Finansal okuryazarlık kavramından birçok farklı kavram algılanmaktadır. Ekonominin anlaşılması, hane halkının kararları ve ekonomi koşullarının etkileri geniş kavram olarak algılanırken, diğer taraftan para yönetimi, bütçe, tasarruf, yatırım ve sigorta gibi konular dar kavram olarak ele alınmaktadır (Widdowson ve Hilalwood, 2007;37). Diğer bir tanım ise finansal okuryazarlık, bilinçli finansal eğitim seçimleri yapmak için finansal piyasalar, ürünler ve özellikle getiri-risk hakkında bilgi sahip olmak şeklinde ifade edilebilir (Singh ve Sharma, 2016; 51).

Finansal okuryazarlık oranının yükselmesi finansal sisteminin gelişimine katkı sağlayabilir. Dolayısıyla tahvil piyasasının gelişimine bir etken olabileceği öne sürülmektedir. Tahvil piyasalarının gelişimi, ekonomik ve siyasi gelişmelerinin yansıya piyasa hakkında, finansal bilgi, tutum ve finansal okuryazarlık oranı ile yeni bir yaşam tarzı, fırsatlar, başarılar yaratabilir (OECD, 2017;7). Finansal okuryazarlığın önemi gelecekteki finansal hedeflere dayanarak belirli bir finansal ürünün seçiminde karmaşık bir süreci de içerebilir. Bu nedenle, finansal geleceği güvence altına almak için temel finansal enstrümanları doğru anlamak çok önemlidir (Singh ve Sharma, 2016; 51). Çalışmanın bu kısmında, G-20 ülkeleri ilgili finansal okuryazarlık niteliğini karşılaştırmalı olarak inceleyeceğiz. Aşağıdaki tabloda okur yazarlık kavramını finansal bilgi, finansal davranış, finansal okur yazarlık ve finansal ürünleri elde tutması açısından değerlendireceğiz.

Değerlendirmede belirli ölçme yöntemi ile her ülkeye bir not verilmektedir. Aşağıdaki tabloda ülkeler finansal bilgi, finansal davranış, finansal tutum, finansal okuryazarlık ve finansal ürün tasarrufu açısından ülkelerin aldıkları notlar yer almaktadır. Ancak çalışmada iki ülke (Avustralya ve ABD) farklı enstrümanlar kullanmış olup finansal okuryazarlık verilerini ele alınmamıştır. Bu ülkeler ayrı incelenecektir.

Çizelge 3.2. G20 ülkelerin okur yazarlık oranını

Ülkeler	Ortalama finansal bilgi puanı (en fazla 7)	Ortalama finansal davranış puanı (en fazla 9)	Ortalama finansal tutum puanı (en fazla 5)	Ortalama finansal okuryazarlık puanı (en fazla 21)	Finansal Okur Yazarlık – S&P anket Çalışması (Yetişkin)
ABD	-	-	-	-	%57
Çin	4,7	6,2	3,1	14,1	%28
Japon	-	-	3,4	-	%43
Almanya	4,8	5,8	3,2	13,8	%66
Birleşik Krallık	4,3	5,6	3,3	13,1	%67
Fransa	4,9	6,7	3,2	14,9	%52
Hindistan	3,7	5,6	2,6	11,9	%24
İtalya	3,5	4,4	3,1	11	%37
Brezilya	4,3	4,6	3,1	12,1	%35
Kanada	4,9	6,2	3,5	14,6	%68
Rusya	4,1	5,1	2,9	12,2	%38
Güney Kore	4,9	5,8	3,2	13,9	%33
Avustralya	-	-	-	-	%64
Meksika	4,1	5	3	12,1	%32
Endonezya	3,9	5,7	3,7	13,4	%32
Türkiye	4,6	4,8	3,1	12,5	%24
Suudi Arabistan	3,9	5,6	0,1	9,6	%31
Arjantin	4,1	4,4	2,9	11,4	%28
Güney Afrika	3,7	-	3,1	-	%42
G20 Ülkeler Ortalaması	4,3	5,4	3	12,7	

*Finansal Ürünler Tasarrufu: Emeklilik Ürünler, Yatırım Hesabı, Tasarruf Hesabı, Hisse Senedi, Tahvil
 Kaynak: OECD, (2017), G20 INFE Report On Adult Financial Literacy In G20 Countries, Klapper ve Diğerleri; (2017), Financial Literacy Around The World: Insights From The S&P's Rating Services Global Financial Literacy Survey

Yukarıdaki tabloya baktığımızda OECD anket çalışması ile bazı ülkelerin finansal okuryazarlık kriterleri yer almaktadır. G-20 ülkelerini ortalama bazda değerlendirdiğimizde, G-20 ülkeleri ortalama finansal bilgi azami puanı 7'üzerinden 4,3 iken; Fransa, Kanada ve Güney Kore 4,9 puanla ilk sırada; Almanya, Çin, Türkiye ise ortalamanın üzerinde yer almıştır. Birleşik Krallık ortalamayı yakalarken diğer G-20 ülkeleri ortalamanın altında yer almaktadır ve İtalya 3,5 puanla en düşük puan alan ülkedir. G-20'nin ortalama finansal davranış değişkeni 9'üzerinden 5,4 iken Fransa 6,8 ile ilk sırada, Çin, Kanada, Almanya, Hindistan, Güney Kore, Endonezya, Arabistan ise ortalamanın üzerinde yer almıştır. Diğer G-20 ülkeleri ortalamanın altında puan almıştır ve İtalya ile Arjantin 4,4 puanla en düşük

alan ülkelerdir. G-20 ortalama finansal tutumu puanı 5 üzerinden 3 iken, Endonezya 3,7 ile ilk sırada, Kanada, Japonya, Birleşik Krallık, Fransa, Güney Kore, İtalya, Brezilya ve Türkiye ortalamanın üzerinde yer almaktadır. Diğer G20 ülkeleri ortalamanın altında ve en düşük puan alan ülke ise 0,1 puanla Arjantin'dir. G20 ortalama finansal okuryazarlık oranı azami puan olan 21 üzerinden 12,7 iken; Fransa 14,9 puanla ilk sırada yer almakta, sırasıyla Kanada, Çin, Güney Kore, Almanya, Endonezya, Birleşik Krallık onu takip etmektedir. Diğer G-20 ülkeleri ortalamanın altında ve en düşük puan alan ülke ise 9,6 puanla Arabistan olmuştur. S&P anket çalışmalarına göre; G-20 ülkelerinin finansal okuryazarlığında Kanada %68 oran ile ilk sırada yer alırken, Birleşik Krallık % 67 ile ikinci sırada, Almanya %66 ile üçüncü sırada yer almaktadır. Finansal okuryazarlık açısından en düşük orana sahip olan ülkeler %24 oranı ile Türkiye ve Hindistan olmuştur.

ABD'de 2012 yılında yapılan Ulusal Mali Yetkinlik çalışmasının sonucuna göre, Amerikalı yetişkinlerin çoğunun beklenmeyen finansal acil durumlarda ya da gelecekte öngörülebilirliği olan olaylara karşın kendilerini korumadıkları görülmektedir. Ayrıca birçok Amerika'nın güncel finansal konularda bilgili oldukları halde, kredi kartı gibi finansal ürün kullanımında diğer finansal ürünler ile kıyaslama yapmayıp maliyetli ödeme yolunu seçmiş oldukları görülmektedir (Consumer Financial Protection Bureau, 2015;20). Avustralya'da 2003 yılında finansal okuryazarlık ve tahvil yatırımı ile ilgili anket çalışması yapılmıştır. Kanıtlar, finansal okuryazarlığının 50 ila 60 yaş arasındaki kişilerde, profesyonel yöneticilerde, işletme sahiplerinde yüksek gelir, tasarruf ve borçlanma düzeyine sahip kişilerde üniversite mezunlarında yüksek olduğunu göstermektedir. Finansal okuryazarlık oranı, kadınlar, işsizler, diğer işçi olmayanlar, İngilizce konuşamayan ve en düşük düzeydeki orta öğretime sahip olanlar için oldukça düşüktür (Worthington, 2005;1).

3.2. Niceliklerine Göre Karşılaştırmalı Analizi

Bu çalışmada birinci aşamada G20 ülkeleri niceliksel olarak karşılaştırılacaktır. İkinci aşamada ise Türkiye'de ulusal ve uluslararası tahvil piyasasının gelişimine engel olan nedenlerin incelemesi yapılarak gelişimi için önerilerde bulunulacaktır. Üçüncü aşamada ülkelerin ulusal ve uluslararası özel sektör tahvilleri ile makro ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenecektir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden oluşan G20 ülkelerine, özel sektör tahvil piyasasının gelişimi ve tarihi bakımından ABD önderlik etmektedir. ABD’de şirket tahvil piyasası uzun zamandır özel sektör için önemli bir fon kaynağı iken, son yıllarda Kanada, Japonya ve çoğu Avrupa ülkesinde kurumsal borç piyasalarının geliştiği görülmüş ve otoriteler tarafından borçlanma piyasalarının derinliği ve önemi fark edilmeye başlanmıştır. Genellikle özel sektör tahvil piyasalarının sınırlı likidite ve yetersiz alt yapısı bulunmaktadır. ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülkelerde ikincil piyasaları göreceli olarak likit olmadığı göstermektedir (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005; 4).

Gelişmekte olan ülkelerde yatırım ve tasarruf olanakları az olduğu için ulusal tahvil piyasasının gelişmesi önem arz etmektedir (Khalid, 2007;43). 1980-1990 yıllar arası birçok Doğu- Asya ve Güney Doğu Asya ülkeleri finansal sektör reformlarına başlamıştır. 1990 yıllarında bu ülkelerin çoğu ekonomisini serbestleştirme yoluna gitmişlerdir. Ancak yakın tarihe kadar gelişim açısından ulusal özel sektör tahvil piyasası ve ikincil devlet tahvil piyasasından yoksundurlar (Khalid, 2007; 43). 1990'larda, ABD'deki şirket tahvillerinin ciro oranları Japonya'dakilerin yaklaşık 5 katı iken Avrupa'da ise yaklaşık yüzde 50'den daha yüksek olmuştur (Smith, 1995). Avrupa'da politika değişiklikleri, 1990'ların sonlarında özel sektör borç piyasası gelişimine katkı sağlamıştır (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005; 5).

1990'ların ortasından beri özel sektör sermaye artırımı için önemli bir piyasanın oluşmasını sağlamak ve bu piyasayı derin, likit ve istikrarlı bir borç piyasasına dönüştürmek için daha fazla çaba sarf edilmiştir. Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası (EBRD) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi küresel kurumlar, kurumların sağlam bir gelişimine ilişkin ihtiyaçları kabul etmişlerdir. Tahvil piyasaları ve dolayısıyla, bu piyasaların gelişmesini teşvik etmek ve rehberlik etmek için ortak bir “teşhis çerçevesi” oluşturulmuştur (Dung ve Diğerleri, 2016; 2).

Küresel kurumsal tahvillerde büyümenin düzleşmesi, kriz sonrası göze çarpan, finansal durgunluğun yanı sıra gelişmiş piyasalardaki finansal sektördeki bozulmaya bağlanabilir. Bununla birlikte, reel ekonomi açısından, küresel kurumsal tahvil piyasaları büyümeye devam etmektedir (Tendulker ve Gigi, 2014;13).

Şirketlerin borçlanması gelişmiş ve gelişmekte olan birçok pazar ülkesinde bankacılık sektörü etrafında yoğunlaşmıştır. Piyasaya dayalı ya da banka ağırlıklı bir finansal sistemin daha iyi olduğuna dair kesin bir kanıt yoktur. Bununla birlikte, daha gelişmiş ve çeşitlendirilmiş bir finansal sistemin, sistemik riske karşı kırılganlığını azaltacağı düşünülmektedir (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005; 3).

ABD'de tahvil piyasası borsa ile yaklaşık aynı büyüklükte iken, Avrupa'da tahviller toplam menkul kıymetlerin yaklaşık üçten ikisi kadar paya sahiptir. Ayrıca, toplam borcun dağılımı iki bölge arasında önemli ölçüde farklılık gösterir; Avrupa'da, tahvil piyasası, devlet kurumlarının tahvilleri ve finansal araçlar tarafından ihraç edilen tahvillerin hâkimiyeti altındadır. ABD'de, finansal olmayan sektör tarafından verilen tahvillerinin oranı daha büyüktür (Herring ve Chatusripitak: 2007).

Bazı yatırımcılar, ihraç şartlarının standardizasyonunun hem birincil hem de ikincil tahvil piyasalarının işleyişini iyileştirebileceğini düşünmektedir. Birçok şirket, operasyonlarını finanse etmek için her ihtiyaç duyduklarında yeni tahvil ihraç etmeye başlamıştır. Bu uygulama, finansman risklerini en aza indirmelerini ve sermaye yapısını, borç vadelerini ve maliyetlerini optimize etmelerini sağlar (European Comission: 2017).

Tahvil piyasası iki boyuttan değerlendirilebilir. Makro boyutu ekonomi politikaları ve koşullarıdır. Mikro boyut ise ekonomi koşulları ve politikaları altında piyasa şartları ve gelişimidir. Makro ekonomide istikrarlı bir yapı ve finansal sektörünün reformu yapılmadan tahvil piyasasının gelişimi sağlanamayabilir. Ekonomi teorilerine göre finansal açıklığının artışı faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durum ise, devletin borçlanmasını daha da maliyetli ve riskli kılarken, tahvil piyasasında likidite sorunu ortaya getirmektedir. Rekabet ortamında devlet tahvil piyasası özel sektör tahvil piyasasını etkileyebilir. Gelişmekte olan ekonomiler tahvil piyasaları teşvik eksikliği, katı yasal düzenleme yapısı, çeşitlendirilmiş bir portföyün bulunmaması, yeterli likidite bulunmaması ve riskten korunma piyasası ve araçlarının bulunmaması gibi birçok sorunla karşı karşıyadır (Khalid, 2007; 43).

Borçlanma senetlerinin alım satımı için en yaygın platform borsaya kote olmasına rağmen, borçlanma senetleri (OTC) üzerindedir. Bu, Avrupa, Japonya, İngiltere ve ABD'nin gelişmiş ekonomilerinde dahi geçerlidir. Bu yoğunlaşma ağırlıklı olarak borçlanma senetlerinin çeşitliliğine atfedilebilir (vade, süre, kupon, kredi riski) (Schinasi ve Smith:

1998; 34). Alım satım işlemlerinin çoğu OTC olsa bile, ikincil tahvil piyasasında borsa listesinin yararlı bir fonksiyona hizmet edebileceğini savunmaktadır. Organize piyasada daha çok şeffaflık, fiyatlandırma etkinliğini arttırabilir. Amerika Birleşik Devletleri'nde, New York Borsasında tahvillerin listelenmesi ikincil tahvil piyasası için iki amaca hizmet eder: küçük yatırımcılar için önemli bir koruma sağlar ve bilgi akışını ve fiyat keşif sürecini kolaylaştırır (IOSCO, 2004).

Özel sektör tahvil piyasasının gelişimi, derin ve likit olması risk yönetimi açısından şirketler için avantajlar sağlayabilir. Şirketler uzun vadeli, iç para birimi fonları temin edebilir (Luengnaruemitchai ve Ong: 2005). Birçok görüşe göre iyi gelişmiş şirket tahvil piyasalarında, finansal istikrar ve ekonomik büyümenin sürekliliği önemli bir unsur olarak kabul edilebilir. (Thumrongvit ve Kim: 2013).

Ayrıca gelişmiş tahvil piyasası, uzun vadeli varlıklar uzun vadeli borçlarla finanse edildiğinde döviz ve vade uyumsuzluklarının değiştirilmesine yardımcı olması; bilgi asimetrisinin azalması nedeniyle risk fiyatlandırması için daha iyi araçlar sağlaması; etkin varlık yönetimi sağlaması ülkenin uluslararası sermaye piyasalarındaki rolünü artırmaktadır. (Plummer ve Click: 2005). Tahvil piyasasının gelişimi özellikle kırılgan ve kriz döneminde hızlanabilir. Örneğin Asya ve Latin Amerika'da, kriz yıllarında banka kredisinin geri çekilmesi de kurumsal tahvil ihracında katkıda bulunmuştur. Kriz döneminde banka finansmanının azlığı ve bilançoların yeniden yapılandırılması ihtiyacı kurumsal borç ihracı için ilave bir itici güç sağlamıştır. İkincisi, yerel kurumsal yatırımcıların hızlı büyümesi, şirket sektörünün zorlu bir dış ortamda büyük finansman ihtiyaçları ile birlikte, kilit faktörler olmuştur (Luengnaruemitchai ve Ong: 2005).

G20 ülkeleri karşılaştırmada G7 ülkeleri, BRİCS, MİKTA, AB, Arjantin ve Arabistan ülkelerinin gruplar halinde finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoklarını karşılaştırılacaktır. Karşılaştırmada BİS ve IMF 2000-2017 yıllar arası yıllık veri setini kullanılacaktır.

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stokunda nispi bir artış görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, İngiltere'deki özel sektör finansal kuruluşlarının en çok tahvil stoku bulunan şirketler olduğu görülmektedir. ABD'nin 1.88, İngiltere'nin 8.32, Japonya'nın 8.54, Almanya'nın 3.08,

Fransa'nın 5.70, İtalya'nın 12.06 ve Kanada'nın 13.48 kat yükseldiği görülmektedir. Finansal kuruluşları en az tahvil stokuna sahip olan ülke ise Japonya olmaktadır.

Çizelge 3.2. G7 özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)²

Yıl	ABD	İngiltere	Japonya	Almanya	Fransa	İtalya	Kanada
2000	1202	771	63,25	503,75	300,5	70,5	64
2001	1687	856,5	66,5	594,75	327	107	66
2002	2000	1019,5	77,75	751,75	512,5	155,5	84
2003	2285	1377,25	90,75	1008,25	898,25	229,75	120
2004	2538	1922,5	107,25	1320	773	323,75	138
2005	2530	2380	122,75	1453,5	912	428,75	147
2006	2828	2980,25	141	1617	1502,75	592	184
2007	3224	3988,25	158,5	1937,25	1438,75	932,75	257
2008	3136	4823,75	180	2084,5	1732,5	1035,75	296
2009	3190	5157,75	179,25	1787	1767,25	1159	333
2010	3003	5050,25	194	1651	1879,5	1113,25	411
2011	2677	5115,5	209	1751,5	2095	1239,5	483
2012	2538	4866,25	219,75	1756,25	1939,25	1105,5	532
2013	2372	4526	244,25	1672	1911	1063	608
2014	2313	4479,25	298,75	1613,75	1903	1007	645
2015	2372	4057,25	331,75	1431	1633	827,5	680
2016	2434	3853,5	392,5	1427,75	1636,75	790,75	747
2017	2412	3372,25	478,25	1538,75	1681,25	816	806
2018	2263	4102,75	540,5	1553,25	1713,75	850,25	863

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stokunda nispi bir artış görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, finansal olmayan kuruluşlarının tahvil stoku en çok olan ülkenin ABD olduğu görülmektedir. ABD'de yaklaşık 4.45 kat, İngiltere 2.78, Japonya 1.53, Almanya 13.4, Fransa 5.47, İtalya 18.82 ve Kanada 3.95 kat yükseldiği görülmektedir. Finansal olmayan kuruluşlarının en az tahvil stokuna sahip ülke ise Japonya olmaktadır. Buna göre Almanya, ABD ve İtalya'nın finansal olmayan sektöründeki tahvil stoku finansal sektördeki tahvil stokundan daha hızlı yükselmekte ve reel sektörü finanse etmekte olduğu görülmektedir.

² BİS veri setinin yıllık ortalama verilerini hesaplanmıştır.

Çizelge 3.3. G7 özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	ABD	İngiltere	Japonya	Almanya	Fransa	İtalya	Kanada
2000	145	140,5	65,5	15,5	76,25	8,5	71,25
2001	208	154	49,75	23,25	120,25	10,5	81,75
2002	219	169	48,5	29,25	112,25	13,75	90,5
2003	230	195,25	45,75	43	81,25	19,5	81,75
2004	216	215	57,25	48,75	192,75	36,75	99,75
2005	203	216	57,75	47,5	188,5	41,25	103,75
2006	211	251,75	55,75	61,75	102,25	43	103,5
2007	241	292,75	52,25	72,25	248	43,5	116,5
2008	238	303,75	59	83	277,25	60,75	128
2009	247	302,75	50,25	85,5	319,75	66,25	147
2010	239	298,25	46,5	98	347,75	78,25	161,5
2011	227	321,5	41,5	115	393,5	86,5	171
2012	245	353,25	39,25	123,75	410,5	93	182
2013	295	373,25	41,75	155	433,25	124,25	205,25
2014	373	378	47,25	169,25	453,25	144,75	227,75
2015	443	370,5	49,5	161,75	390	129,5	243
2016	501	372	62,5	178,75	393,25	124	247,75
2017	629	376	79	192,25	414	142,75	272,5
2018	646	390,5	100,25	202,25	416,75	160,25	282

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Çizelge 3.4. BRCS ülkeler özel sektör finansal kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Brezilya	Rusya	Çin	Güney Afrika
2000	0	0	67	18,75
2001	0	0	95,75	8,75
2002	76,5	0	120	7,75
2003	64,25	0	163,75	14,25
2004	70,75	1,75	261,5	19,5
2005	111,5	5	447,25	24,5
2006	159	11,75	682,5	29,25
2007	221,75	23	913,5	38,75
2008	331,25	23,25	1212,25	37,25
2009	391,5	25,75	1286,5	40,75
2010	473,25	54,75	1493,75	47,25
2011	627	42,25	1495	50,25
2012	502,25	51,75	1643	51
2013	588,5	66,25	1790	43,75
2014	621,25	70,25	1527,5	42
2015	467	53,75	2633	37,5
2016	548,5	57	3296,5	35,5
2017	542,25	73,25	3984,75	42
2018	414,67	74,33	3480	42,5

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Çizelge 3.5. BRCS ülkeler özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Brezilya	Rusya	Çin	Güney Afrika
2000	0	0	2,25	0,75
2001	0	0	3,25	7,25
2002	11,25	0	5,5	6,75
2003	11,75	0	9,25	9,75
2004	11	6,25	13,25	12
2005	16,5	10,5	24,75	13
2006	23,25	19,75	62,75	12,75
2007	37,5	31,5	87,25	15
2008	52,5	43,25	150,5	14
2009	62,75	46	291,75	19,75
2010	92,25	60	467,5	27,25
2011	119,75	71,25	647,5	28,25
2012	112	71,5	1029	27,5
2013	148,75	79,75	1438	25,75
2014	159,5	67,75	1348,25	24,75
2015	114,25	61,25	1551,5	22
2016	116,5	70,25	2503	21,25
2017	125	101	2680,75	24,5
2018	62,67	118,67	2960,25	23,5

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stokunda artış görülmektedir. Ulusal tahvil piyasasında, Brezilya'daki özel sektör finansal kuruluşlarının en çok tahvil stoku bulunan şirketler olduğu görülmektedir. Brezilya'nın 5.57, Rusya'nın 18.98, Çin'in 1315 ve Afrika'nın 31.33 kat yükselmiştir. Finansal kuruluşları en az ulusal tahvil stokuna sahip ülke ise Güney Afrika olmaktadır. Buna göre Çin ve Güney Afrika ülkeleri finansal olmayan sektörü finansal sektörüne göre daha çok tahvil stokuna sahiptir. Ancak miktar açısından finansal sektör tahvil stokuna göre daha düşüktür.

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stokunda artış görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, finansal kuruluşlarının en çok uluslararası tahvil stokuna sahip olan ülkenin Çin olmaktadır. Brezilya'nın 2.5, Rusya'nın 56,5, Çin'in 24.45 ve Afrika'nın 9 kat yükselmiştir. Finansal kuruluşlarının en az tahvil stokuna sahip ülke ise Güney Afrika'dır.

Çizelge 3.6. BRİCS özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Brezilya	Rusya	Hindistan	Çin	Güney Afrika
2000	26,5	0	3	9,75	1
2001	25,75	0	3	8,5	1
2002	23,75	0,75	2,5	9,5	0
2003	27,25	2,25	2	9	0
2004	23,5	4,5	2,5	9,25	0,5
2005	19,25	9	3	12,75	0,75
2006	20,25	14,5	5,25	15	1,5
2007	26,5	28,25	13,25	17,5	5
2008	31,75	31,5	17	21,5	6,75
2009	33,5	30,25	16,5	23,5	6,75
2010	58,5	23,5	16,75	23	6,75
2011	89,5	25	18,5	21,5	8,25
2012	96,75	41,5	14,75	23,5	7,75
2013	98,75	71,25	14,75	31,5	8,5
2014	101	79,75	17	54,25	10
2015	91	75,75	17,75	105,25	11,5
2016	76,5	71	18,5	142,5	9,5
2017	70,5	74,25	20,25	193,5	8
2018	68,25	56,5	26	236,5	9

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Çizelge 3.7. BRİCS özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Brezilya	Rusya	Hindistan	Çin	Güney Afrika
2000	14	0	2	1	2
2001	13,25	0	2	1	1,25
2002	12,75	1,5	2	1	1
2003	12,75	5	2	1	1,75
2004	13	6,5	3,5	0,75	2
2005	9,5	7	5,75	1	2,25
2006	13	7,25	11,25	1	3,75
2007	13,5	10,5	17	2,5	7,25
2008	11,75	14	20	4	8
2009	12,5	16,75	19,25	4,25	7,75
2010	18,25	18,75	20,25	5	8,25
2011	25,25	24	16,25	7	13
2012	33,5	25,75	12	8,75	12,75
2013	36	35,25	13,25	11,5	11,75
2014	36,5	35,5	15,5	14,25	11
2015	37,25	34,25	19,75	14,75	11,25
2016	36,25	34	21,75	20	10,25
2017	34,25	27,5	26	26	9,75
2018	33,75	29,25	26,25	33,5	10

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stokunda nispi bir artış görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, finansal kuruluşlarının tahvil stoku en çok olan ülke Brezilya ve Çin olmaktadır. Brezilya 2,41 kat, Rusya 29,25, Çin 33,5 ve Afrika 5 kat yükselmiştir. Finansal kuruluşlarının en az tahvil stokuna sahip olan ülkenin Güney Afrika'dır. Buna göre Çin finansal olmayan sektörü finansal kuruluşlara göre daha çok tahvil stoku yükselmiş ancak miktar açıdan oldukça finansal kuruluşlarına göre oldukça çok düşük seviyededir.

Çizelge 3.8. MİKTA özel sektör finansal kuruluşlarının ulusal tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Meksika	Endonezya	Güney Kore	Türkiye	Avustralya
2000	0	6	0	0	138,5
2001	0	6,5	0	0	127,25
2002	0	10,5	114,75	0	156,5
2003	0	14,25	180,25	0	213,5
2004	0	11,5	218,75	0	275,75
2005	18,5	8,75	275,75	0	327,75
2006	73,5	19	335,75	0,1	374,5
2007	63	27,75	392,75	0,5	540,5
2008	68,25	38	348	0,35	676,25
2009	109,25	49,5	336,25	0,3	668,75
2010	143,5	62	358,75	0,88	721
2011	151	47,5	358,5	6,08	795,5
2012	157,5	21,25	288	12,67	848,25
2013	168,5	20,5	373,75	15,07	758,75
2014	173,5	24,5	420,25	16,03	767,5
2015	156	26,5	445,5	13,55	684,25
2016	142,5	37,5	456,25	13,75	704,75
2017	155	44,75	482	14,88	713,5
2018	305,67	40,33	533,33	16,03	674,75

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yılları arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal kuruluşlarının ulusal tahvil stoku artış göstermektedir. Finansal kuruluşlarının en çok uluslararası tahvil stokuna sahip olan ülke Avustralya olmaktadır. Meksika'nın 16,52, Endonezya'nın 6,72, Güney Kore'nin 4,67, Türkiye'nin 160,52, Avustralya'nın 4,88 kat yükseldiği görülmektedir. Finansal kuruluşlarının en az ulusal tahvil stokuna sahip olan ülke ise Türkiye olmaktadır.

2000-2018 yılları arasında ülkelerin finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku artış göstermektedir. Finansal kuruluşlarının en çok uluslararası tahvil stokuna sahip olan ülke Güney Kore olmaktadır. 2005 yılı baz alarak 2018'de Meksika 10,08 kat, Endonezya 2008 yılı baz ile 4,25, 2002 yıllık bazı ile Güney Kore 2,98, Türkiye 2006 yılı

baz ile 18.7 kat, Avustralya 2.10 kat yükselmiştir. Finansal olmayan kuruluşlarının en düşük ulusal tahvil stokuna sahip olan ülke Türkiye'dir.

Çizelge 3.9. MİKTA özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku

Yıl	Meksika	Endonezya	Güney Kore	Türkiye	Avustralya
2000	0	0	0	0	19,25
2001	0	0	0	0	19,25
2002	0	0	181,5	0	24
2003	0	0	224,75	0	31
2004	0	0	213,75	0	34,75
2005	6,25	0	224	0	37,75
2006	26	0	221,75	0	41,75
2007	28,5	0	226,25	0	46,75
2008	31,75	4,75	201	0	39,5
2009	27	4,75	254	0	35,25
2010	32,5	5,5	334,5	0,1	40
2011	37,5	6	393,5	0,1	43
2012	40,75	7,25	370	0,25	48,5
2013	46	7,25	517,25	1,55	48,25
2014	48,5	7,5	542,75	2,23	47,5
2015	45,5	10,25	495,75	2,725	41,25
2016	39,75	13,5	502,25	2,6	39,5
2017	42	14,25	523,5	2,15	41
2018	63	17,33	540	1,87	40,5

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Çizelge 3.10. MİKTA özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku (milyar dolar)

Yıl	Meksika	Endonezya	Kore	Türkiye	Avustralya
2000	7	2,75	49,25	1,2	167,75
2001	6	2	39,75	1	180,25
2002	5,75	2	34,75	0,8	209
2003	4,75	2,75	45,25	0,5	274,25
2004	3	4	61,25	0,4	382
2005	3	4,5	73	0,325	442,5
2006	2,25	3	89,75	0,425	554
2007	4,25	3	115,75	1,25	664,25
2008	5	3	132,75	1,4	731,75
2009	7,75	1,75	139,75	1,4	688,75
2010	13,25	2,25	152,25	2,3	799,25
2011	18,75	1,75	172,5	6,325	821,25
2012	20,75	5	195,5	10,75	842,75
2013	25	8,25	203,25	22,25	878
2014	31,5	10	215,75	35,6	914,75
2015	33,25	17,5	214,5	43,75	815
2016	35,5	21,75	206,75	45,825	885,5
2017	42,25	25	213	57,925	843,75
2018	50,25	26,75	235	61,875	914,5

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yıllar arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stokunda artış görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, finansal kuruluşlarının en çok olan ülkenin Avustralya olmaktadır. Meksika 7.17, Endonezya 9.72, Kore 4,77, Türkiye 51.56, Avustralya 5.47 kat yükseldiği görülmektedir. Finansal kuruluşlarının en az ulusal tahvil stokuna sahip olan ülke Endonezya olmaktadır.

Çizelge 3.11. MİKTA özel sektör finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku

Yıl	Meksika	Endonezya	Güney Kore	Türkiye	Avustralya
2000	21	1,25	17,25	0,4	11
2001	21	0,25	18	0,4	12,25
2002	18,75	0	20,5	0,4	13,75
2003	16	0	20,75	0,4	15,75
2004	14,5	0	22	0,4	16,75
2005	17	0	23,5	0,4	17
2006	18,25	0	26,5	0,3	17
2007	20,75	0,75	27,75	0,35	20,5
2008	20	1	28,5	0,35	22,25
2009	21,25	1,25	32	0,4	21,75
2010	37,5	3	35	0,35	26,25
2011	47,75	3,75	40,75	0,575	35,75
2012	65,25	6,75	45,5	0,7	42,25
2013	88,25	9,75	48,5	3,5	50
2014	112	11,75	54,5	5,57	55,5
2015	122,5	12,75	54,5	6,875	106,75
2016	142,25	13	53	8,3	63
2017	153,25	15,75	53	8,8	208
2018	161,75	22,75	56	14,05	64

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

2000-2018 yıllar arasında çizelgede belirtilen ülkelerin finansal olmayan kuruluşlarının ulusal tahvil stoku artış gösterdiği görülmektedir. Uluslararası tahvil piyasasında, finansal kuruluşlarının en çok uluslararası tahvil stokuna sahip olan ülke Meksika olmaktadır. Meksika 7.70, Endonezya 18.2, Güney Kore 3.24, Türkiye 35.125, Avustralya 5.82 kat yükselmiştir. Finansal kuruluşlarının en az ulusal tahvil stokuna sahip olan ülke Endonezya'dır. Buna göre Endonezya finansal olmayan sektörü uluslararası tahvil stoku finansal sektöründeki uluslararası tahvil stokundan daha yüksek olmaktadır. Ancak MİKTA ülkeleri finansal sektörü daha çok ulusal ve uluslararası tahvil stokuna sahiptir.

Çizelge 3.12. Suudi Arabistan ve Arjantin özel sektör finansal kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku

Yıl	Suudi Arabistan		Arjantin	
	Finansal Kuruluşlar	Finansal Olmayan Kuruluşlar	Finansal Kuruluşlar	Finansal Olmayan Kuruluşlar
2000	0	0	8,75	13,5
2001	0	0	6,5	12,25
2002	0	0	4,5	10,5
2003	0	0	3,75	7,75
2004	0	0	4	6
2005	2	0	3	5,25
2006	5	0	4,5	5,5
2007	6,5	0	6,75	6
2008	7	1,5	7,75	5,25
2009	8	3	6,75	4,25
2010	7,75	5,25	5,25	4,5
2011	5,25	4	5,5	5,75
2012	5	4,75	5	5
2013	5	5,5	4,5	5
2014	5	6,75	3	5,75
2015	2,5	6	3	7,5
2016	3	6,75	3,75	10,75
2017	4	6,25	6,5	15
2018	5	7	5,75	18,25

Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Suudi Arabistan ve Arjantin finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku düşük seviyede yer almaktadır.

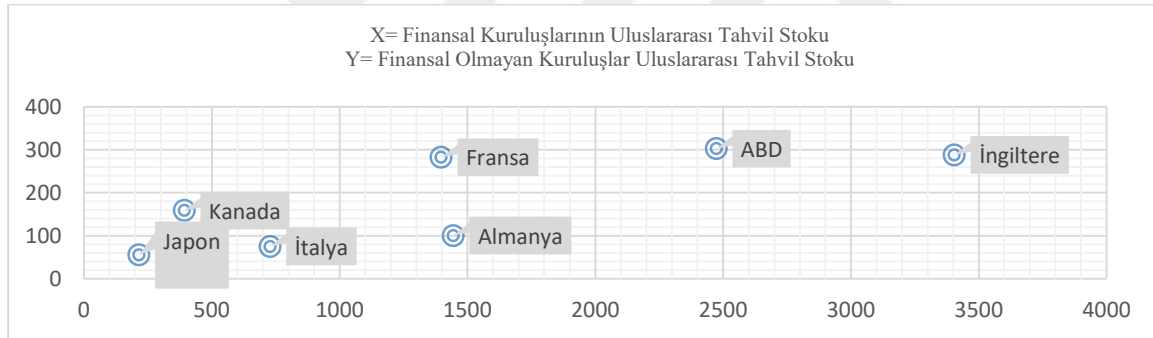
Çizelge 3.13. G20 toplam özel sektör, borç, kredi, borçlanma senetleri/ GSYH (%)

Yıl	ABD	İngiltere	Japonya	Almanya	Fransa	İtalya	Kanada	Brezilya	Rusya	Hindistan
2000	133,85	142,67	190,72	128,75	131,85	78,70	146,31	49,13	16,15	31,19
2001	138,29	151,45	185,90	129,24	136,71	82,37	152,71	51,27	19,35	31,83
2002	142,19	159,01	182,03	130,03	136,95	85,23	155,29	54,97	21,63	35,08
2003	145,66	160,38	173,95	131,00	136,53	89,26	152,07	50,36	26,14	34,83
2004	149,52	165,63	166,63	126,04	138,77	93,10	153,44	46,90	29,82	38,37
2005	153,74	176,23	165,77	123,60	142,79	98,78	149,94	48,39	32,20	42,97
2006	160,42	182,85	164,12	121,13	146,98	105,02	156,10	52,06	36,58	47,52
2007	167,65	187,58	161,37	117,13	150,50	112,74	164,64	49,65	45,51	50,04
2008	167,89	196,23	166,74	116,35	157,35	116,32	166,81	57,76	47,55	54,93
2009	166,14	194,73	172,44	119,97	165,18	124,96	183,42	60,28	54,59	52,54
2010	157,50	188,74	164,47	114,23	165,42	125,82	179,32	63,02	50,10	55,81
2011	152,33	182,71	165,51	109,50	171,58	125,28	178,54	63,99	50,74	58,06
2012	149,82	183,13	163,20	109,47	175,88	127,32	185,46	67,11	52,66	58,94
2013	148,82	175,32	161,54	110,39	174,52	124,62	190,84	71,22	58,81	59,52
2014	148,58	166,10	159,90	106,66	180,47	122,36	192,10	70,45	63,29	58,53
2015	148,79	163,58	155,92	105,71	183,48	118,05	207,93	71,30	71,00	58,58
2016	150,99	169,15	158,42	105,92	188,68	115,32	212,11	66,45	70,67	55,04
Yıl	Çin	Güney Afrika	Meksika	Endonezya	Güney Kore	Türkiye	Avustralya	AB	Suudi Arabistan	Arjantin
2000	111,25	58,86	25,09	30,42	141,89	25,84	139,24	104,64	36,62	36,97
2001	103,36	62,59	23,79	27,56	143,41	27,58	140,86	109,16	42,55	34,28
2002	101,56	54,95	24,62	25,72	150,54	22,01	146,42	112,37	44,53	54,87
2003	118,52	58,75	24,90	25,75	147,77	20,15	152,58	117,50	45,13	37,27
2004	112,47	58,87	23,92	27,42	139,59	22,30	159,56	121,10	49,42	30,60
2005	105,29	63,36	24,04	27,72	142,48	29,39	170,71	128,53	55,66	25,42
2006	105,69	72,21	25,56	26,07	153,93	36,12	179,81	135,49	66,26	23,41
2007	103,17	76,55	28,49	26,32	160,84	40,97	188,49	148,80	80,06	21,90
2008	103,05	78,18	30,20	26,88	175,92	47,79	189,35	158,94	91,45	20,20
2009	125,03	74,24	30,24	26,67	181,60	49,20	187,54	170,43	117,36	19,78
2010	135,82	69,77	29,80	27,57	176,35	56,05	179,84	168,29	105,04	18,36
2011	134,20	67,83	31,85	30,62	180,11	61,40	176,02	168,19	86,57	18,34
2012	144,30	69,88	32,06	34,91	183,31	62,94	178,38	168,28	80,87	19,19
2013	153,18	69,99	35,20	38,75	185,02	71,86	184,85	166,51	81,60	19,82
2014	167,33	69,55	36,66	40,43	188,92	74,82	191,20	165,07	86,16	17,15
2015	177,89	73,17	39,97	41,98	191,73	79,62	201,88	164,05	104,42	18,70
2016	193,43	71,43	43,03	40,84	193,25	84,91	202,50	164,54	112,40	18,14

Kaynak: IMF, https://www.imf.org/external/datamapper/PVD_LS@GDD/SWE, (22.10.2019).

2000- 2017 yılları arası G20 ülkeleri toplam özel sektör, borç, kredi ve borçlanma senetleri/GSYİH oranına baktığımızda, 2000 yılında sıra ile Japonya %191, Kanada %146, İngiltere %142, Avustralya %139, ABD %134, Fransa %132, Almanya %129, Çin %111, AB %105, İtalya %79, Brezilya %49, Arjantin %37, Suudi Arabistan %37, Hindistan %31, Türkiye %26, Meksika %25 ve Rusya %16 oranı ile kayda geçmiştir. Söz konusu 2008’de İngiltere %196, ABD %168, Japonya %167, ülkeleri dünya kriz sonuna kadar nispeten

yükselmiş ve kriz sonrası yavaş düşmeye başlamıştır. Kriz döneminde 2008 yılında en çok orana sahip olan ülkeler İngiltere %196, Avustralya %189, Güney Kore %175, ABD %167, Kanada %167, Japonya %166, AB %158, Fransa %157, Almanya %116, İtalya %116, Çin %103, Suudi Arabistan %91, Güney Afrika %78, Hindistan %55, Rusya %48, Türkiye %48, Meksika %30, Endonezya %27 ve Arjantin %20 olmaktadır. Ancak kriz döneminden çok etkilenmeyen ülkeler kriz sonrası Almanya ve Arjantin nispi bir düşüş kayıt ederken diğer ülkeler ise Fransa, İtalya, Kanada, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika, Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye, Avustralya, Suudi Arabistan ve Avrupa Birliği istikrarlı yükselmiştir. 2017 yılında ise Kanada %212, Avustralya %203, Çin %193, Güney Kore %193, Fransa %189, İngiltere %169, AB %164, Japonya %158, ABD %150, İtalya %115, İtalya %115, Arjantin %112, Almanya %105, Türkiye %85, Güney Afrika %71, Rusya %71, Brezilya %66, Hindistan %55, Meksika %43, Endonezya %40 ve Arjantin %18 şeklinde gerçekleşmiştir.

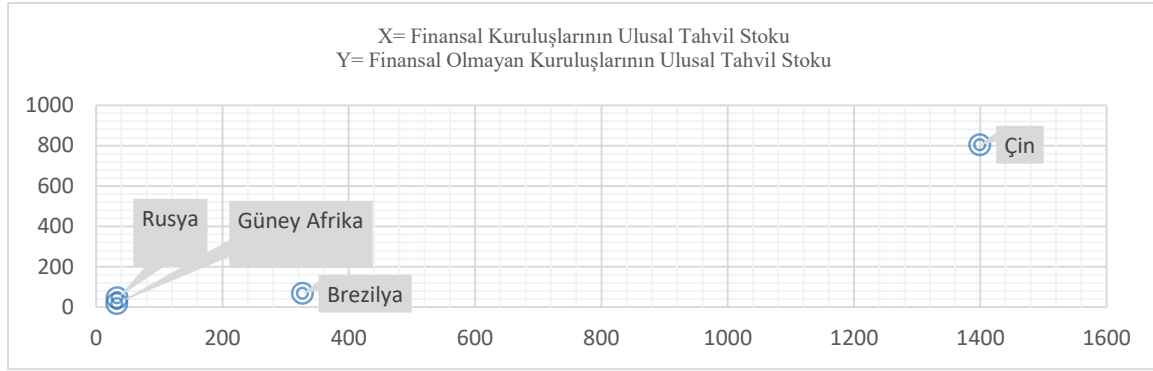


Kaynak: BIS3, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Şekil 3.1. 2000–2018 yılları arası G7 ülkelerinin uluslararası piyasada finansal kuruluşlarının özel sektör tahvil koordinatı

Yukarıda verilen Şekile göre, G7 ülkelerinin finansal kuruluşlar daha çok tahvil stokuna sahiptir. İngiltere özel sektörü en çok tahvil piyasasından yararlanırken Japonya özel sektörü en az tahvil piyasasından yararlandığı görülmektedir.

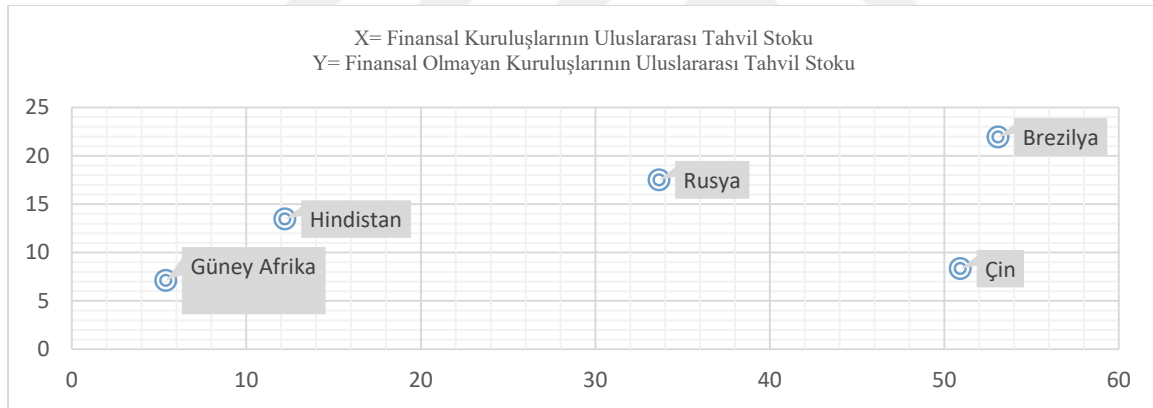
³ BIS veri tabanından türetilmiştir.



Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Şekil 3.2. 2000-2018 yılları arası BRİCS ülkelerinin ulusal piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı

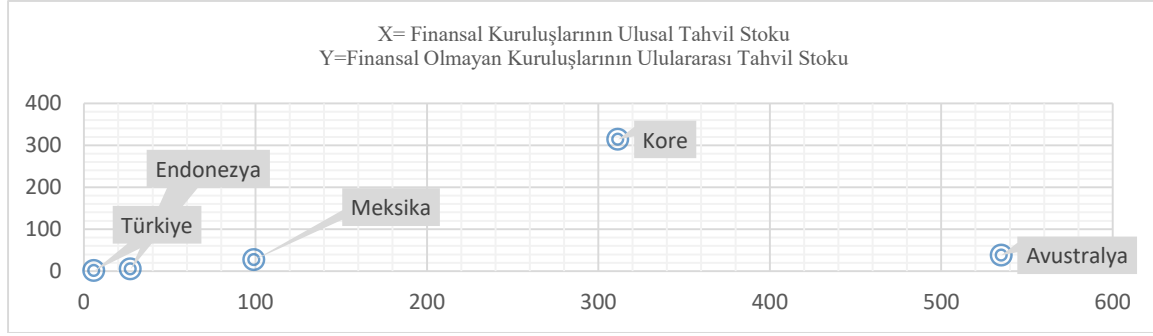
Şekile göre MİKTA ülkeleri finansal kuruluşları daha çok tahvil stokuna sahiptir. Çin özel sektörü en çok tahvil piyasasından yararlanırken Güney Afrika en az tahvil piyasasında yararlandığı görülmektedir.



Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Şekil 3.3. 2000-2018 yılları arası BRİCS ülkelerinin uluslararası piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı

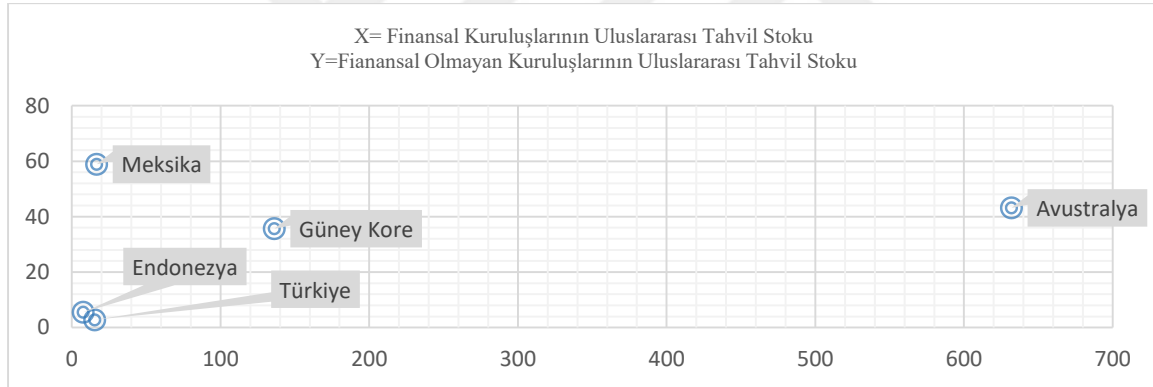
Şekile göre BRİCS ülkeleri finansal kuruluşları daha çok tahvil stokuna sahiptir. Özel sektör tahvil piyasasından en çok Brezilya yararlanırken en az Güney Afrika'nın yararlandığı görülmektedir. Hindistan ve Güney Afrika finansal kuruluşları ve finansal olmayan kuruluşları arasındaki bu piyasaya farkı düşük ve dengeli bir sahiptir.



Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Şekil 3.4. 2000-2018 yılları arası MİKTA ülkelerinin ulusal piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı

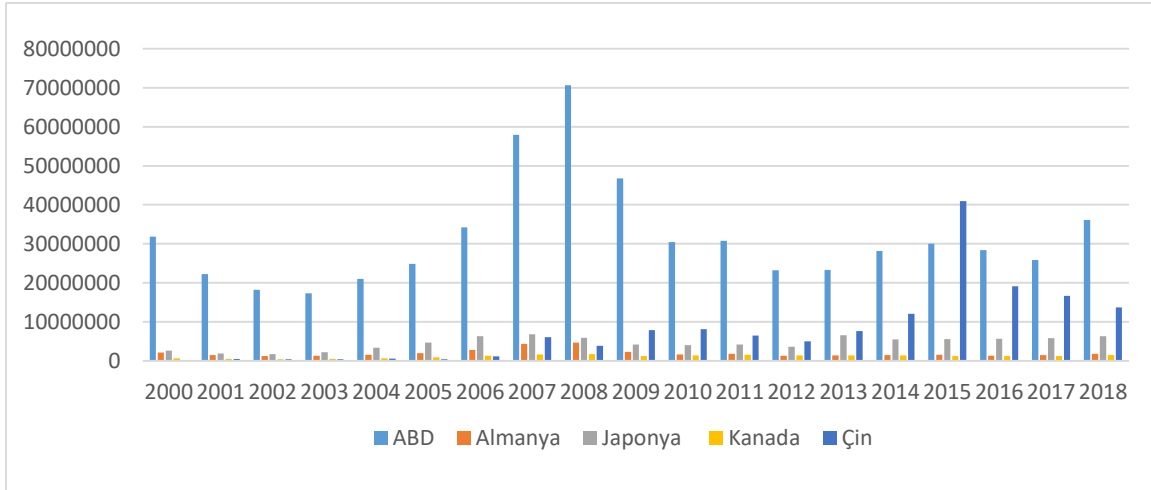
Şekile göre MİKTA ülkeleri finansal kuruluşları daha çok tahvil stokuna sahiptir. Özel sektör tahvil piyasasından en çok Avustralya yararlanırken en az Türkiye 'nin yararlandığı görülmektedir. Kore ise daha dengeli tahvil piyasasına sahiptir.



Kaynak: BIS, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, (20.10.2019).

Şekil 3.5. 2000-2018 yılları arası MİKTA ülkelerinin uluslararası piyasada özel sektör tahvil stoku koordinatı

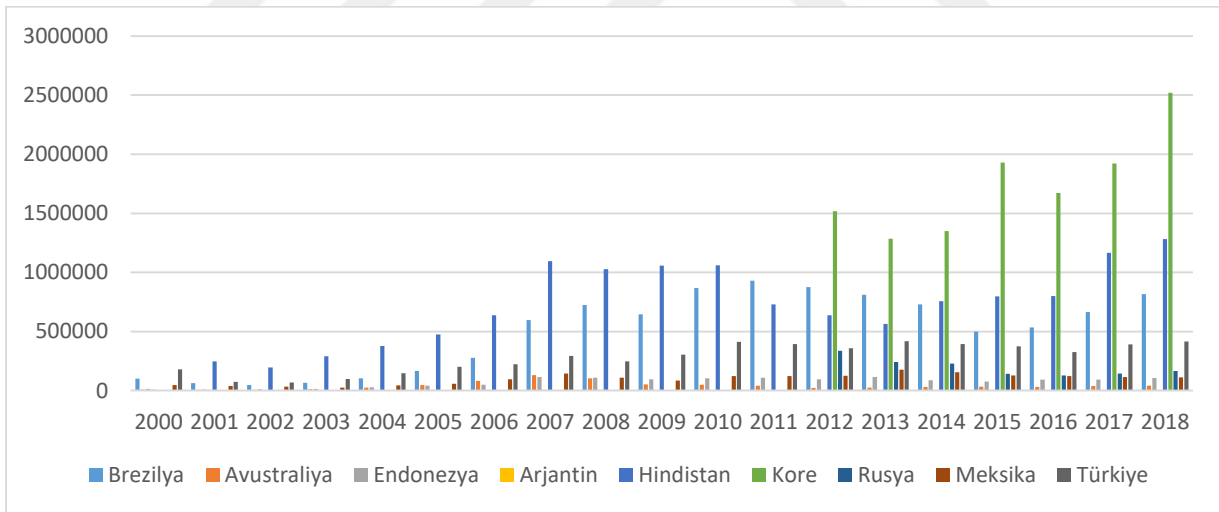
Şekile göre MİKTA ülkelerinin finansal kuruluşlar daha çok tahvil stokuna sahiptir. Özel sektör tahvil piyasasından en çok Avustralya yararlanırken; en az Türkiye ve Endonezya'nın yararlandığı görülmektedir. Meksika reel sektörü daha çok uluslararası tahvil stokuna sahip olmuştur.



Kaynak: WFE, <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>, (11.08.2019).

Şekil 3.6. Gelişmiş ülkeler tahvil piyasası işlem hacmi (milyon dolar)

Şekile göre 2000-2018 yılları arasında en yüksek işlem hacmine sahip olan ülke ABD'dir. ABD 2007-2008 kriz döneminde en çok işlem hacmine sahip olmuştur. Sırasıyla Çin⁴, Japonya, Almanya ve Kanada ülkeleri tahvil piyasası işlem hacmine sahip olmuştur.



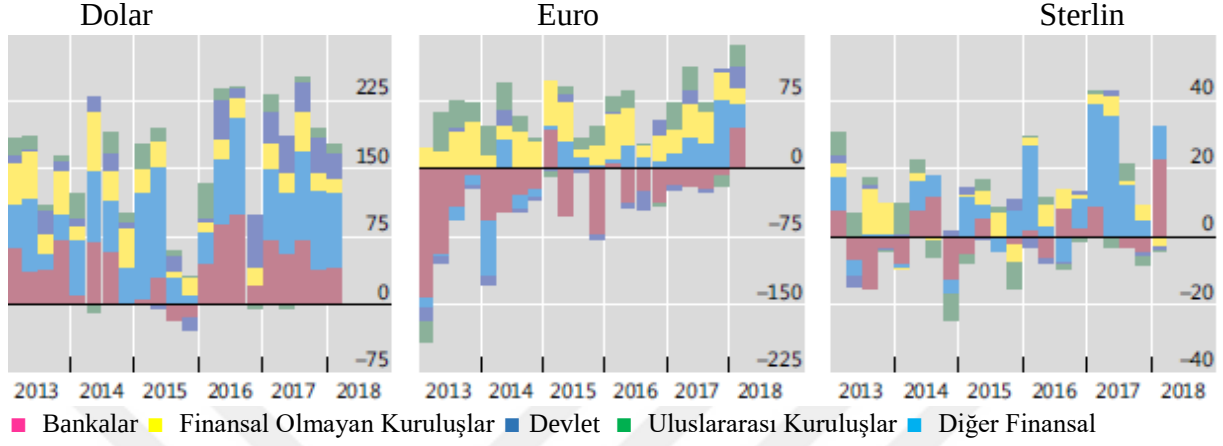
Kaynak: WFE, <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>, (11.08.2019).

Şekil 3.7. Gelişmekte olan ülkeler tahvil piyasası işlem hacmi (milyon dolar)

Şekile göre 2000-2018 yıllarında gelişmekte olan ülkeler arasında en çok Çin tahvil piyasası derinliğe sahiptir. Tahvil piyasası işlem hacmi 2000-2018 yılları arasında piyasa

⁴ Çin gelişmekte olan ülkedir. Ancak tahvil piyasası hacimsel olarak büyük olduğu için gelişmiş ülkeler arasında yer verilmiştir.

derinliğine sahip ülkeler sırasıyla Kore, Hindistan, Rusya, Brezilya, Türkiye, Meksika, Endonezya, Avustralya ve Arjantin olduğu görülmektedir.

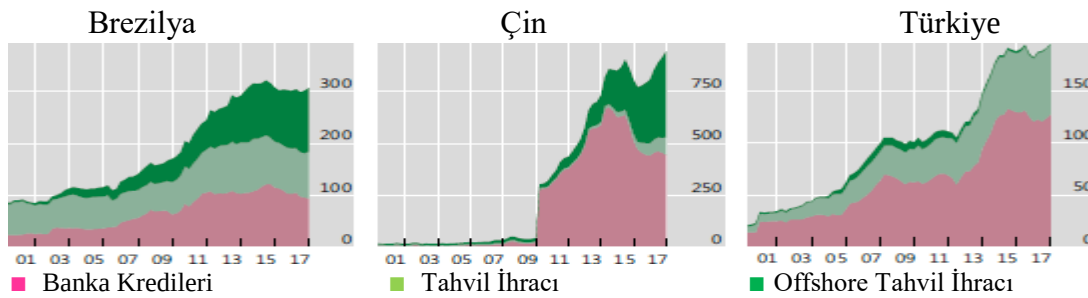


Kuruluşlar

Kaynak: Bis, <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb48w.pdf>, S.14, (15.10.2019)

Şekil 3.8. Kuruluşlar tarafından döviz cinsinden net uluslararası borçlanma senetleri ihracı (milyar dolar)

Şekile göre en çok dolar cinsinden uluslararası borçlanma senetleri ihraç edildiği görülmektedir. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar en çok dolar cinsinden ihraç eden kuruluşlardır. Euro cinsinden ihracı en çok bankalar ve finansal olmayan kuruluşlar ihraç etmiştir. Sterlin cinsi ihracı ise en çok bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ihraç edildiği görülmektedir. Devlet ve uluslararası kuruluşlar tarafından yabancı döviz cinsinden ihracın payı olukça düşüktür.



Kaynak: Bis, <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb48w.pdf>, S.14, (15.10.2019).

Şekil 3.9. Brezilya, Çin ve Türkiye Banka Dışı Dolar Cinsinden Borç Dağılımı (milyon dolar)

Borçlanma dağılımına baktığımızda, Brezilya’da banka kredileri, tahvil ihracı ve offshore tahvil ihracı eşit dağılırken, Çin’de en çok banka kredileri diğer alternatif finansal kaynaklardan yararlandığı görülmektedir. Türkiye’de ise en çok banka kredileri ile finansal kaynak sağlandığı görülmektedir. Türkiye tahvil piyasasından banka kredilerinin yarısı kadar finansal kaynak sağladığı görülmektedir.

3.2.1. Türkiye Tahvil Piyasasının Performans Değerlendirmesi

Ocak 1970 yılında 1211 sayılı Merkez Bankası Kanun’un 4’üncü ve 40’ıncı madde hükümlerine göre Merkez Bankasına sermaye piyasası düzenlemesi ile ilgili bazı kararları alma yetkisini vermiştir. Bu doğrultuda Merkez Bankası özel sektör tahvil ihracını bazı esaslara bağlamıştır. Yıllık faiz oranı %15 geçmemesi, tahvil nominal değerinden daha düşük ihraç edilmemesi, ödeme işlemleri bir banka aracılığı ile yapılması, vade süresi 5 yıl geçmemesi, satış süresi 3 ay geçmemesi ve Borsa’da kota olma zorunluluğu getirmiştir (Tecer, 1989; 56).

1983 yılı öncesi özel sektör tahvil ihracı faiz oranı en az %45 zorunluluğu ile piyasada işlem görmeye izin verilmiştir. Merkez bankası tarafından 1 Ocak 1983’de tahvil faizi ile ilgili yeniden düzenleme yapmıştır. Bu yönetmenlik sonrası tahvil ihracı yazılı ve hamile mensup ihraççı şirketlere sabit ve değişken faiz tahvil türlerine de izin vermiştir (Tecer, 1989;55).

Türkiye ilk dış borçlanması Osmanlı döneminde 1854’de Kırım savaş sırasında hükümet tarafından başlamış ve devam etmiştir. Ancak çok uzun süre olmayan bir süreçte aşırı miktarda dış borçlanması ve Osmanlı döneminden Cumhuriyet dönemine aktarılan borç yükü, 2000 yıllarına kadar ekonomi bunalımlara gitmiştir. 2001 krizi sonrası Türkiye mali disiplin uygulaması başlamış, iç ve dış borçlanmalar nispi bir düzene girmiş ve sürdürebilir hale kavuşmuştur (Yavuz, 2009; 203).

Türkiye’de sermaye piyasası firmalara fon sağlama açısından çok katkı sağlamıştır. Ancak bir süre sonra özel sektör piyasası gelişmemeye başlamıştır. Bunun temel nedeni ise kamu sektörün yüksek miktarda borçlanma gereğinden kaynaklanmaktadır. İki önemli fonksiyonu olan sermaye piyasasından sadece öz sermaye dayanarak çalışmaya başlamıştır. Borçlanma araçları ile fon sağlayabilecek şirketler sekteye uğramıştır. Dolayısıyla

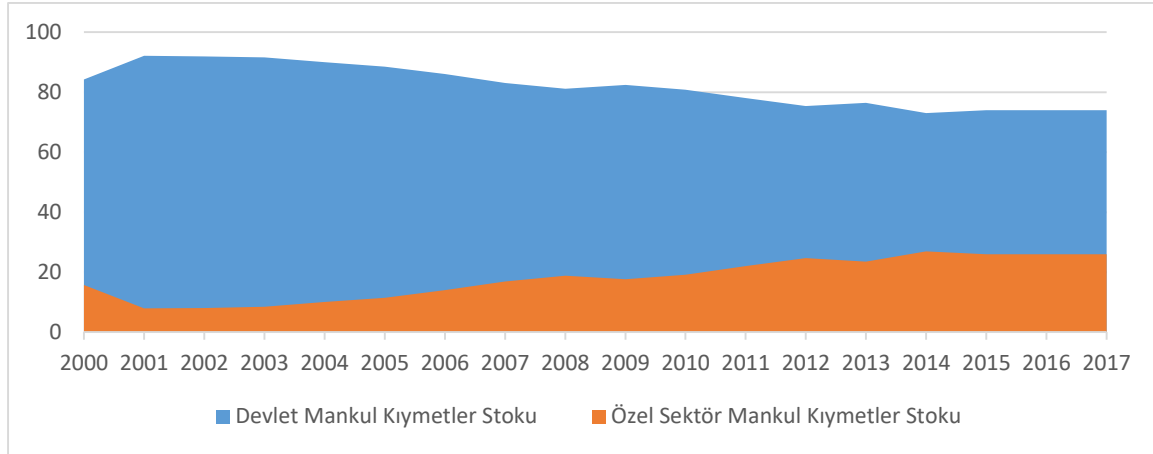
Türkiye’de sermaye piyasası tek sistem ile ekonomiye katkı sağlamakta ve bu nedenle özel sektör tahvil piyasasının gelişimi önem arz etmektedir (TSPK: 2005).

Türkiye’de belediyeler tarafından ihraç edilen tahviller hukuk bulunmaktadır. Ancak belediyeler tarafından fon kaynağı olarak bu yöntem pek kullanılmamaktadır. Yakar ve Kandır (2012) çalışmalarında ABD mahalli idarelerinin ihraç ettikleri tahvil başarısını baz alarak Türkiye için sunduğu önerisinde Türkiye’deki belediyelerin tahvil ihraçlarının düşük olmasının temel nedeni hazine tarafından belediyelerin ihraç ettikleri tahvillere garanti vermemesi olarak belirtmektedir. Belediye tahvillerinin geri ödenmeme riskinin düşürülmesi için tahvil sigortası ve banka teminatının yapılması, bu sayede daha cazip hale geleceği düşünülmektedir. Diğer bir öneride devlet tarafından ihraç edilen tahvillerinin faizi ve alım satımdaki tevkifat oranından belediye tahvilleri için daha düşük oranlaması bu tür tahvilleri çekici kılabilir.

Türkiye 1980-1990 yılları arasında şirketlerin öz kaynaklar ve ticari kredileri yoluyla artan bir biçimde fon sağlamıştır. Bunun yanında mali sistemdeki fon sağlayıcı banka kredileri dışında hisse senedi piyasası yeterince fon sağlayıcı bir seviyeye ulaşmamıştır. Türkiye hükümeti yüksek miktarda tahvil ihracı ile finansal piyasadan yararlanmıştır. Ancak Türkiye 1970 yılında bu piyasaya aktif girişi ile 1994’de ilk ~~ihraç~~ özel sektör tahvili ihraç edilmiştir. Kamu sektörünün yoğun bir şekilde borçlanması, özel sektör tahvil ihraç maliyeti ve vergi yükümlülüğünün yüksek olması, prosedür uzunluğu ve sonuçta talep yetersizliği bu piyasanın gelişimine bir engel olmuştur ve özel sektörün dışlanmasına neden olmuştur. 4710 sayılı Gelir Vergi Kanununda geçici 59. Madde hükmünde göre 26.07.2001 – 31.12.2004 tarihler arasındaki ihraç edilen tahviller 2006 yılına kadar faiz gelir üzerinde herhangi bir vergi uygulanamamıştır.

Türkiye uluslararası tahvil piyasasının gelişimi daha çok 1985 yılından itibaren başlamıştır. Bugün ise gelişmekte olan ülkeler arasında bu piyasada önemli oyuncu haline gelmiştir. Uluslararası tahvil piyasası ülke dışında oluşan riskleri içerirken aynı zamanda ülke içi bazı riskler bulundurmaktadır. Türkiye Türk Euro tahvilleri ise, ülke içi kredi hacminden, imalat ve sanayi üretimden, istihdam oranından, dış ticaret verileri, iç borç stoku ve net uluslararası rezervler değişkenlerinden etkilenebilir. (Akkaya, 2018; 232).

Aşağıdaki çizelgeler Türkiye 2000-2017 yılları arasındaki menkul kıymet stoku genel durumu gösterilmektedir.



Kaynak: SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, (18.10.2019).

Şekil 3.10. Türkiye 2000-2017 yılları arası toplam menkul kıymetler stoku

Yukardaki Şekile baktığımızda Türkiye’de 2000-2017 yılları arasında genel olarak menkul kıymet stokunda nispi bir düşüş yaşanmıştır. Ayrıntılı olarak devlet menkul kıymet stoku nispi düşüş eğilimine girerken özel sektör menkul kıymet stoku yükseliş trendine girmiştir. Devlet menkul kıymet stoku 2000 yılında, %84,27, özel sektör menkul kıymet stoku %15,72 iken; 2017 verilerine göre menkul kıymet stokunun ağırlıklı olarak %74 hükümet tarafından ihraç edilmiştir ve özel sektör menkul kıymetler stokunun payı %26 ‘dır.

Çizelge 3.14. Özel sektör menkul kıymetler stok kompozisyonu (milyon TL)

Yıl	Özel Sektör Tahvil İhracı	Finansman Bonosu	VDMK	Banka Bonosu/Banka Garantili Bonosu	Varant
2006	120	0	0	0	0
2007	140	230	0	0	0
2008	240	320	0	0	0
2009	360,4	100	0	55,55	0
2010	1.281,40	105	0	1.494,99	20,01
2011	4.221,44	100	572,64	9.671,88	58,15
2012	9.526,01	734,30	1.604,88	17.847,52	59,57
2013	14.419,80	0	2.162,53	22.159,77	131,1
2014	18.953,90	0	2.394,60	26.279,38	114,77
2015	19.677,73	0	1.940,82	27.549,24	227,56
2016	18.754,17	0	2.055,18	30.775,67	252,54
2017	19.178,52	0	1.849,14	44.345,03	425
2018	16.857,04	0	5.113,24	38.992,37	282,28

Kaynak: SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, (18.10.2019).

Yukardaki çizelgeye baktığımızda 2006-2017 yılları arasında özel sektör tahvil piyasasının 21 kat yükseldiği görülmektedir. 2006-2018 yılları arasında finansman bonosunun 140 kat yükseldiği, 2011- 2018 yılları arasında VDMK’ın 9 kat yükseldiği, 2009-

2018 yılları arasında banka bonosu'nun 708 kat ve 2010-2018 yılları arasında varant'ın 14 kat yükseldiği görülmektedir.

Çizelge 3.15. Devlet menkul kıymetler kompozisyonu (milyon TL)

Yıl	Devlet Tahvili İhracı	Hazine Bonosu İhracı
2000	34.362,94	2.057,684
2001	102.127,93	20.029,33
2002	112.849,84	37.019,86
2003	168.973,63	25.413,07
2004	196.986,60	28.738,85
2005	226.964,26	17.817,56
2006	241.876,47	9.593,58
2007	249.18	6.134
2008	260.849	13.978,30
2009	315.968,77	14.035,81
2010	343.316,54	9.524,60
2011	368.778,43	0
2012	382.857,53	3.684,15
2013	403.006,95	0
2014	414.648,52	0
2015	440.12	0
2016	467.619,63	1.024,70
2017	534.473,38	9.74,24
2018	580.646,75	11.937,32

Kaynak: SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, (18.10.2019).

Çizelgeye genel olarak baktığımızda 2000-2017 yılları arasında devlet menkul kıymetler stokunun 6 kat yükseldiğini, hazine bonosunun ise 15 kat yükseldiği görülmektedir.

DİBS (devlet iç borçlanma senetleri) toplam 2012'de 393 milyar TL, 2018'de 588 milyar TL ile gerçekleşmiştir. Bu piyasayı ikiye ayırarak değerlendirecek, yurt içi DİBS tutanlar 2012'de 295 milyar TL iken 2018'de 538 TL olmaktadır. Yurtdışı DİBS tutanlar ise 2012'de 98 2018'de ise 106 milyar TL olmaktadır. Dolayısıyla en çok ülke içi elde tutulduğu görülmektedir. Aşağıdaki tabloda yurt içi ve yurt dışı grafikler bazında incelenecektir.

Gelişmekte olan ülkelerde özel sektör tahvil piyasasının hem arz yönlü hem talep yönlü gelişmesi gerekli olduğu belirgindir. Arz yönlü açıdan baktığımızda şirketlerin ihrac prosedürlerinin kısa olması, alternatif finansal kaynaklara göre daha düşük maliyetli olması,

organize bir piyasada sunulması, ihraççı haklarının korunması, vergi oranının diğer borçlanma yöntemlere göre daha düşük olması gibi birçok yollara başvurularak piyasanın bu yönü geliştirilebilir. Talep yönlü baktığımızda ise tahvil ihraç eden şirketlerin bilgilerine kolayca ulaşabilir ve erişebilir olması ve aynı zamanda şeffaf ve güvenilir olması gerekmektedir. Ayrıca piyasanın etkinleşmesi için takas kuruluşları ve kredi derecelendirme kuruluşları önemli fonksiyon yüklenmektedir. Talep yönünü geliştirmek ~~açıdan~~ nitelikli yatırımcıların daha çok piyasaya çekecek faktörlerin sunulması gerekmektedir. Şirket tahvillerinin arzı ve talebi ve ihraç sürecine yönelik devlet politikaları, vergi rejiminin yanı sıra ilgili maliyetler gibi faktörlere bağlıdır. Ancak hükümetin de yüksek düzeyde tahvil ihracı özel sektör tarafından tahvil arzı potansiyelini azaltabileceğini göstermektedir. (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005;1).

Bu piyasanın gelişiminde bilgi asimetriği sorunu ile karşı karşıya gelinebilir. Banka kredileri ve kurumsal tahviller arasındaki büyük farklılıkları yatırımcılar ve borçlular arasındaki bilgi asimetrisi sorunlarıyla nasıl başa çıkılacağına bağlıdır.

Özel sektör borçlanma senetlerinin ihracı hakla arz edilebileceği gibi halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara ihraç edilebilir. Borsa İstanbul’da ilk halka arz edilen borçlanma araçları nitelikli yatırımcılara sunulmakta olup birincil piyasasını oluşturmaktadır. İkincil piyasasını ise, kesin alım satım piyasası, repo ve ters repo piyasası, menkul kıymet tercihli repo pazarı, pay senedi repo piyasası, gözaltı piyasası ve taahhütlü işlemler pazarı oluşturmaktadır. Borsa İstanbul borçlanma araçların TL ve döviz kuru cinsi ile ihraç edilen tahviller Türk hukukuna tabidir ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)” ve “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ ”inde (III-39.1) (“Tebliğler”) tanımlanan nitelikli yatırımcılara (“Nitelikli Yatırımcılar”) satılmak üzere ihraç edilmektedir.

Şirketler ve bireyler tarafından risksiz ve riski çok az bir finansal araç niteliğinde olan tahvile yatırım yapılmaktadır. Yatırımcılar daha riskli bir yaklaşıma sahipse tahvil yatırımına az rağbet gösterirken, daha muhafazakâr yaklaşıma sahip olanlar daha çok tahvil elde tutmaktadır. Buna göre piyasa daha riskli bir durumdayken tahvil yatırımı artmakta, piyasa riski düştüğünde tahvil yatırımı azaltmaktadır. Ancak tahvile yatırım sadece yatırımcının yaklaşımı ve piyasa durumu ile sınırlı değildir. Birçok etmen tahvil yatırımı etkilemektedir. Tahvil yatırımı etkileyen diğer önemli faktörler; tahvilin piyasa fiyatı,

tahvilin değeri, ihraç eden şirketin durumu ve bulunduğu sektör, faiz, enflasyon, ekonomik konjonktür vb. yer faktörler yer almaktadır. Tahvil yatırımcıları emeklilik fonlar, sigorta şirketler gibi yatırımcılar olabilmektedir.

Türkiye Sermaye Piyasası Kurumu 1 yıl sürecinde kısa dönem borçlanma senetlerinin halka arzı veya halka arz edilmeksizin farklı faiz ve farklı vade yapısı ile tek seferde kayda alınmaktadır. Bu olanak piyasa şartlarına göre tahvil ihraç eden şirketlerin finansal ihtiyaçları daha uygun zamanda borçlanabilecektir. Ayrıca ihraç maliyetinin düşürülmesi için satış öncesi kurul ihraç kaydı alınmaktadır (Borsa İstanbul; 2019).

Türkiye’de sermaye piyasası çerçevesinde borçlanma araçlarının satış işlemi nitelikli yatırımcı ihraç pazarında gerçekleşmektedir. Bu pazarda nitelikli yatırımcılara ihracı tamamlanan sermaye piyasası araçları, ihracın tamamlanmasını veya satış süresinin sona ermesini izleyen iş günü herhangi bir şart aranmaksızın Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı’nda nitelikli yatırımcılar arasında kot dışı olarak işlem görmektedir.

SPK tebliğinde nitelikli yatırımcıların tanımı; “ Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar, emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20’nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar, nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer ve Kurul’ca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar, Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, öz sermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar ve nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşan müşteriler oluşmaktadır”.⁵

Borsa İstanbul’da borçlanma araçları kesin alım ve satım pazarı, repo ve ters repo pazarı, nitelikli yatırımcıya ihraç pazarı, menkul kıymet tercihli repo pazarı, pay senedi repo pazarı ve gözüaltı pazarı, taahhütlü işlem pazarı ve uluslararası tahvil piyasası 7 pazardan

⁵ II-5.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nin 4 üncü maddesi,

oluşmaktadır. SPK ilgili tebliğine göre tahvil ihraççıları nitelikli yatırımcıya ihraç pazarında, ihracı tamamlandıktan sonra kesin alım satım piyasasında işlem gerçekleşmektedir.

Çizelge 3.16. Türkiye özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının birincil piyasası (milyar TL)

Yıl	Halka Arz İhracı	Nitelikli İhraç Pazarı (Halka Arz Edilmeden)	Borsa Dışında İhracı
2006	120	0	0
2007	417	0	0
2008	270	0	0
2009	290	0	0
2010	1,975	3,638	0
2011	17830	306	418
2012	37,449	1,407	3,475
2013	43,872	617	11,058
2014	39,714	1,859	24,785
2015	36,947	650	42,014
2016	21,841	1,078	67,029
2017	16,251	2,082	111,994
2018	18,079	4,654	156,388

Kaynak: TSPB, Türkiye Sermaye Piyasaları Yıllık Yayınları, <https://www.tspb.org.tr/tr/yillik-yayinlar/>, (14.02.2019)

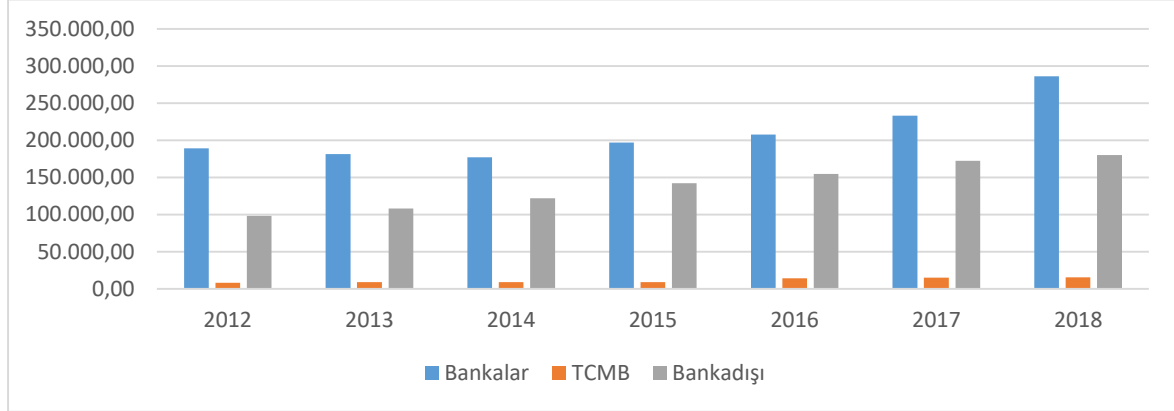
1998-2005 yılları arasında özel sektör tahvil piyasası faiz ve vergisinin yüksek olması nedeniyle bu piyasa da özel sektör tarafından ihraç edilmemiştir. Özel sektör piyasasının gelişmesi için vergi oranı gibi bazı düzeltmeler yapılmıştır. Buna göre 2006 yılı itibariyle borsada halka arz edilen tahvil piyasası 2018' kadar yükseldiği görülmektedir. 2010 'de halka arz edilmeksizin tahvil piyasasının gelişimi için atılan adımlar doğrultusunda nitelikli yatırımcılarının piyasa değeri yükseldiği görülmektedir. Ancak 2011'den işleme başlayan tezgahüstü piyasada olan ihracından katlarca yüksek olduğu görülmektedir.

Çizelge 3.17. Türkiye özel sektör borçlanma aracı ihracı ikincil piyasası (milyar TL)

Yıl	Kesin Alım Satım Piyasası	Repo - Ters Repo İşlemleri
2011	0,3	8,4
2012	8	9
2013	14	20
2014	17	19
2015	23	18
2016	9	28
2017	9	25
2018	36	18

Kaynak: TSPB, Türkiye Sermaye Piyasaları Yıllık Yayınları, <https://www.tspb.org.tr/tr/yillik-yayinlar/>, (14.02.2019).

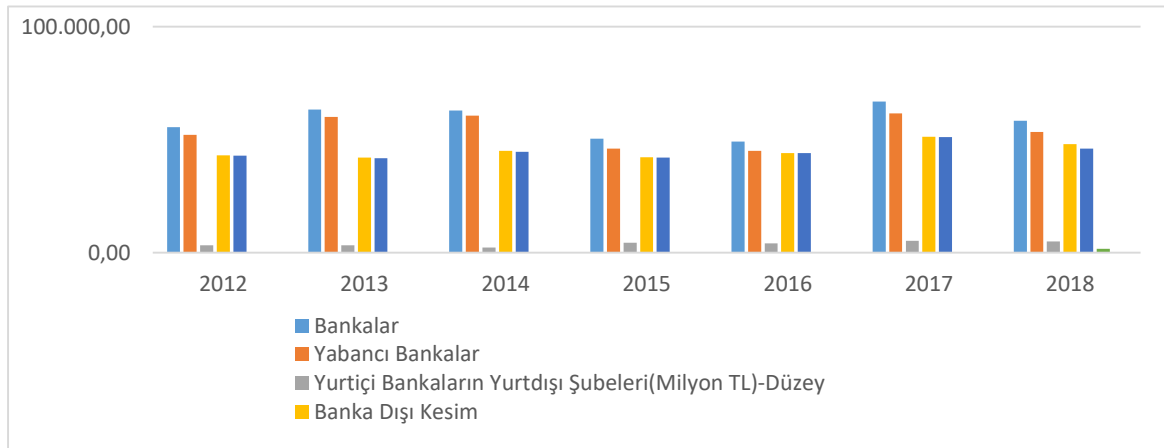
Özel sektör tahvil piyasasının ikincil piyasasına baktığımızda 2011-2018 yılları arasında piyasa değeri artış kaydetmiştir. 2018’de kesin alım satım piyasa değeri repo – ters repo piyasasından iki kat yüksek olduğu görülmektedir.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, (18.11.2019).

Şekil 3.11. Devlet iç borçlanma senetleri yurt içi elinde tutanlar (milyon dolar)

Yurtiçi elinde DİBS tutanlar en çok bankalar 2012’de 188 milyar TL ve 2018’de 286 milyar TL iken, banka dışı 2012’de 98 milyar TL iken 2018’de 180 milyar TL kaydetmektedir. DİBS elinde tutan TCMB, 2012’de 8 iken 2018’de 15 milyar TL kaydetmektedir. Banka dışı elinde DİBS tutanlar diğer finansal kuruluşlar olarak 2012’de 77 2018’de 133 yatırım fonlar 2012’de 16 milyar TL iken 2018’de 37 milyar tı kaydetmektedir. Gerçek kişiler 2012’de 2.5 milyar TL 2018’de 2.31 milyar TL kaydetmektedir. Finansal olmayan kuruluşlar ise 2012’de 2.1 milyar TL 2018’de 2.3 milyar TL kaydetmektedir. Aracı kuruluşlar ise 2012’de 0,5 milyar TL iken 2018’de 0,21 milyar TL en düşük seviyede yer almaktadır.

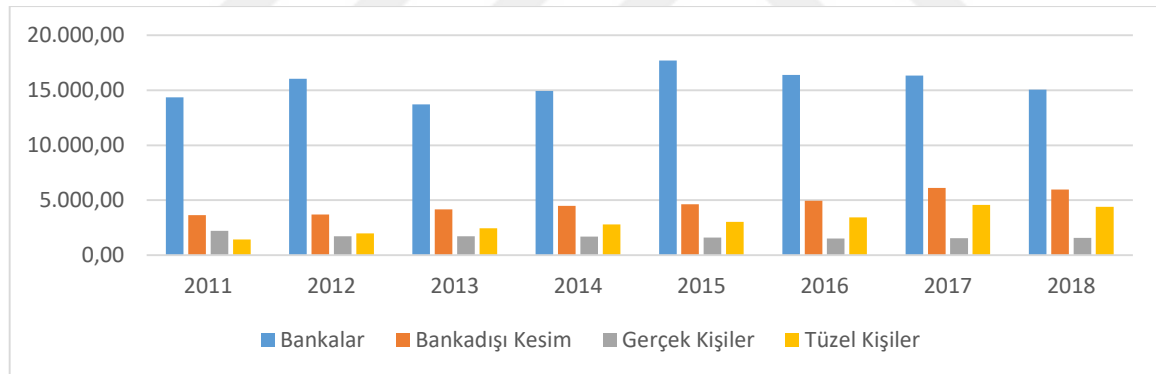


Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.12. Devlet iç borçlanma senetleri yurt dışında elinde tutanlar (milyon dolar)

Toplan yurt dışında elinde DİBS tutanlar 2012’de 98 milyar TL iken 2018’de 106 milyar TL elde tutmaktadır. Ancak Banka 2012’de 55 iken 2018’de 58 milyar TL kaydetmektedir. Bankaların bir çoğunu yabancı bankalar 2012’de 52 milyar TL 2018’de 53 milyar TL kaydedilmiştir. Yurt içi bankaların yurt dışı şubeleri 2012’de 3 milyar TL 2018’de 48 milyar TL yükselmektedir. Banka dışı ise elinde tutanlar 2012’de 43 milyar TL iken 2018’de 48 milyar TL kaydedilmiştir. Banka dışı en çok finansal kuruluşlar 2012’de 42 milyar TL 2018’de 46 milyar TL kayıt ederken finansal olmayan kuruluşlar 2012’de 0,033 milyar TL 2018’de 1,8 milyar TL gerçekleşmektedir. Gerçek kişiler ise 2012’de 0,062 milyar TL kayıt ederken 2018’de 0,227 milyar TL kaydetmektedir.

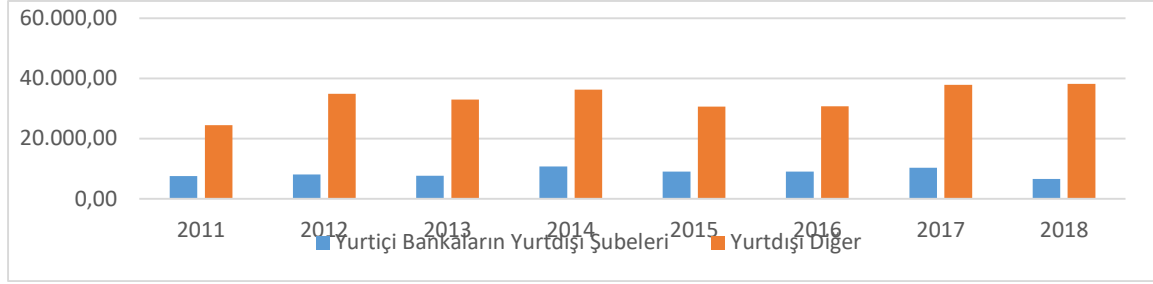
Euro tahviller toplam elinde tutanlar 2012’de 50 milyar dolar iken 2018’de 65 milyar dolar gerçekleşmektedir. Bunlardan yurt içi elinde tutanlar 2012’de 17 milyar dolar iken 2018’de 20 milyar dolar kaydetmiştir. Yurt dışı elinde tutanları 2012’de 32 milyar dolar iken 2018’de 44 milyar dolar gerçekleşmektedir. Aşağıdaki tabloyu yurt içi Euro tahviller ve yurt dışı tahviller bazında inceleyeceğiz.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.13. Eurobond yurt içi elinde tutanlar

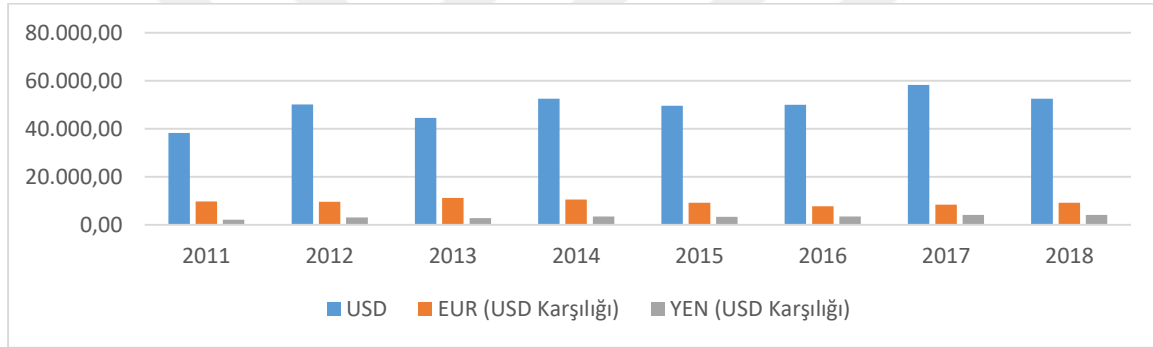
Yurt içi piyasada Euro tahvil elinde tutanlar bankalar 2012’de 14,3 milyar dolar iken 2018’de 14,9 milyar dolar gerçekleştirmiştir. Banka dışı kısım ise 2012’de 3 milyar dolar iken 2018’de yaklaşık 6 milyar dolar gerçekleştirmektedir. Banka dışı gerçek kişiler tarafından alınan Euro tahviller 2012’de 2,2 milyar dolar iken 2018’de 1,5 düşüş kaydetmiştir. Ancak banka dışı tüzel kişilerin 2012’de 1,4 milyar dolar 2018’de 4,3 milyara yükselmektedir.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.14. Euro tahviller yurt dışı elinde tutanlar

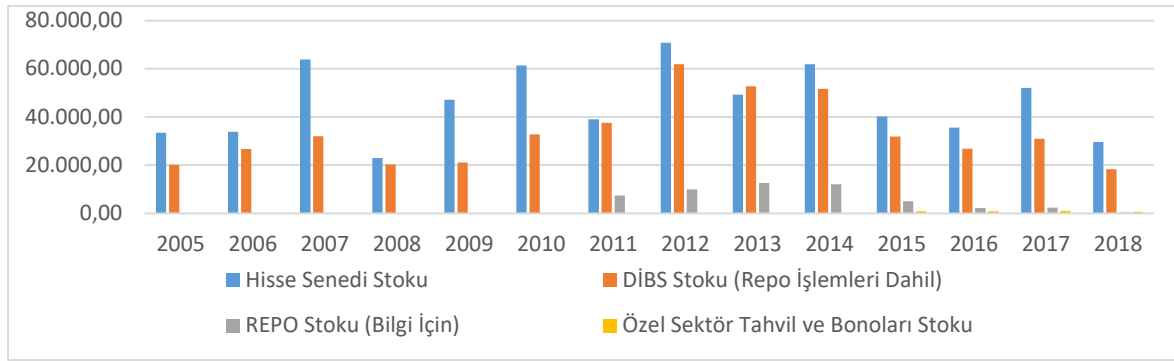
Yurtiçi bankaların yurt dışı şubelerinin elinde tuttukları Euro tahviller 2012’de 7,6 milyar dolar iken 2018’de 6,5 milyar dolar kaydetmiştir. Yurt dışı diğer Euro tahvil ellinde tutanlar 2012’de 24,4 milyar dolar iken 2018’de 38,1 milyar dolar kaydetmiştir.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.15. Eurobond döviz kompozisyonu

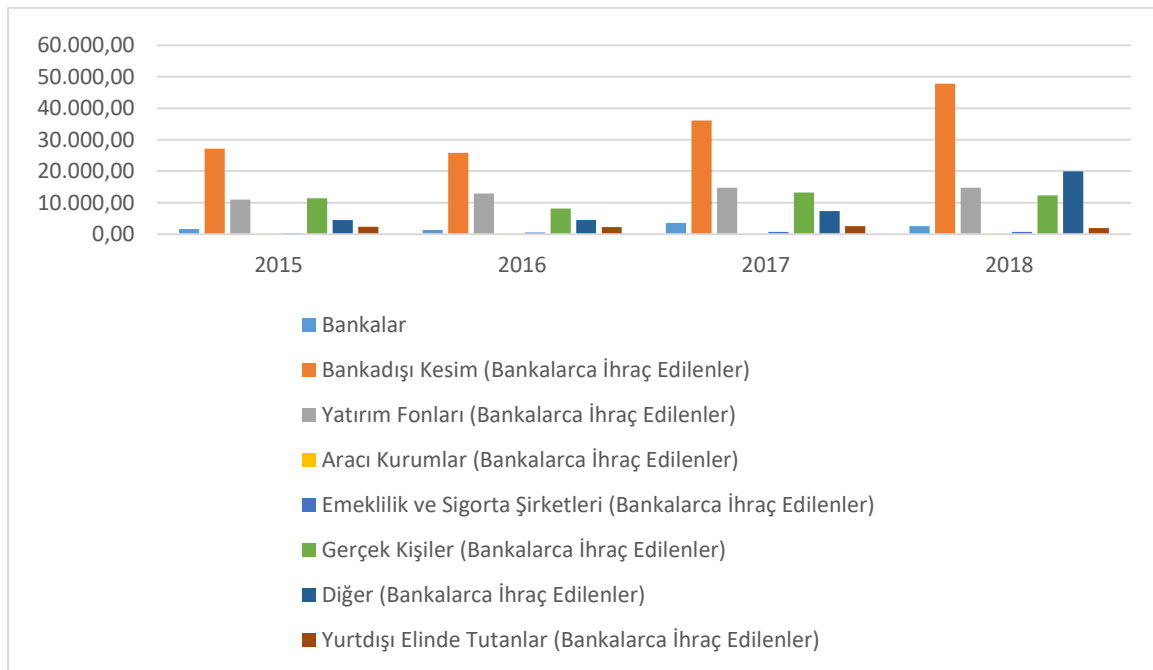
Euro tahviller para birim cinsi olarak elinde tuttukları toplam Euro tahvilleri 2018’de 65,6 milyar dolardan en çok 52,2 dolar bazında yer almaktadır. İkinci sırada ise Euro (dolar bazında) 9 milyar dolar ve üçüncü sırada Yen (dolar bazında) 4,2 Euro tahviller yer almaktadır.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.16. Yabancıların yurt içinde aldıkları menkul kıymet stoku (milyon dolar)

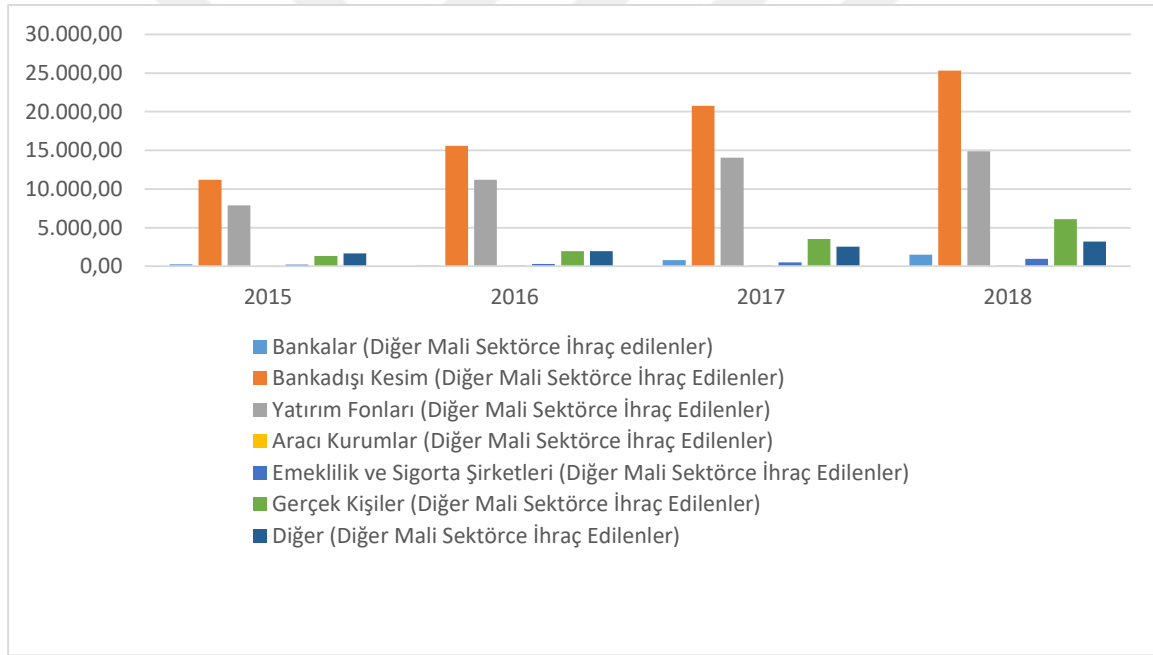
Yabancıların yurt içinde aldıkları menkul kıymetler 2005’de en çok hisse senedi 33 milyar dolar ve 2008’de kriz döneminde 22 milyar dolar kaydetmiştir. Ancak 2012’de yükselmiş ve dalgalı seyretmiştir. 2018’de yabancılar ise 29,5 milyar dolar hisse senedi almıştır. DİBS stoku 2005’de 20 milyar dolar iken 2012’ye 61,9 milyar dolar ile en yüksek seviyede kaydetmiştir. Daha sonraki yıllarda düşüş yaşamaya başlamıştır. 2018’de yabancıların elinde bulundukları DİBS’ler 18,3 kaydetmiştir. 2011’de 7,4 milyar dolar 2013’de 12,5 milyar dolar yüksek seviyeler ulaşırken daha sonraki yıllarda düşüş eğilimine girmiştir. 2018’de ise 0,314 en düşük seviye gelmiştir. Ancak özel sektör tahvil ve bonoları 0,925 milyar dolar iken 0,612 milyar dolar düşüş yaşanmıştır.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.17. Özel sektör yurtiçi ve yurt dışı elinde tutanlar (Bankalarca ihraç edilenler (milyon TL))

Özel sektör yurt içinde elinde tutanlar bankalar ve banka dışı olmak üzere ayrılır ise, en çok banka dışı menkul kıymet stoku elinde bulundurmıştır. Bankalar 2015’de 1,5 milyar TL iken 2018’de 2,5 milyar TL ile kaydetmiştir. Banka dışı elinde tutanlar 2015’de 27 milyar TL iken 2018’de 47 milyar TL gerçekleşmiştir. Banka dışı kurumlar ise birinci sırada yatırım fonlar 2015’de 10,9 milyar TL gerçekleşirken 2018’de 14,7 milyar TL kaydetmiştir. İkinci sırada gerçek kişiler 2015’de 11,3 milyar TL iken 2018’de 12,2 milyar TL ile gerçekleşti. Üçüncü sırada 0,325 milyar TL kaydederken 2018’de 0,725 milyar TL kaydetmiştir. Dördüncü sırada aracı kurumlar 0,001 milyar TL kaydederken 0,184 milyar TL gerçekleşmektedir. Yurt dışı bankalarca elinde tutanlar 2,3 milyar TL iken 1,8 milyar TL kaydetmiştir.

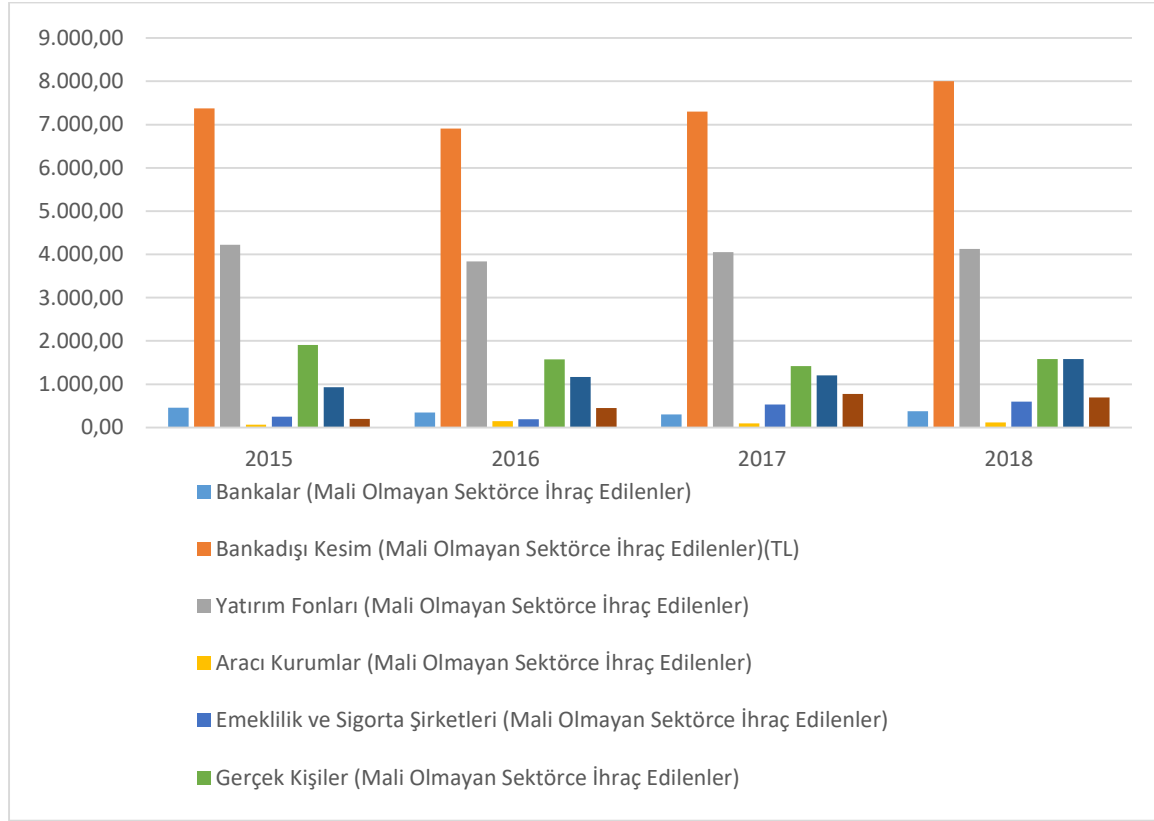


Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.18. Yurtiçi ve Yurt Dışı Elinde Tutanlar (Diğer Mali Sektörce İhraç Edilenler)(TL)

Yukarıdaki Şekil 3.18 baktığımızda bankalar, banka dışı ve diğer olarak ayrılırsak banka dışı kesim en çok menkul kıymet stoku elinde tutmuştur. Bankalar 2015’de 0,279 milyar TL kayıt ederken 2018’de 1,4 milyar TL gerçekleşmiştir. Banka dışı kısım 11,3 milyar TL gerçekleşirken 25,3 milyar TL kaydetmiştir. Banka dışı kısımda en çok 7,9 Milyar Tl gerçekleşirken 14,87 milyar TL kaydetmiştir. Gerçek kişiler 2015’de 1,3 milyar iken 2018’de 6,1 milyar TL gerçekleşmektedir. Emeklilik ve sigorta şirketleri 2015’de 0,206 milyar TL kayıt ederken 2018’de 0,962 gerçekleşmektedir. Diğerle ise 2015’de 1,6 milyar

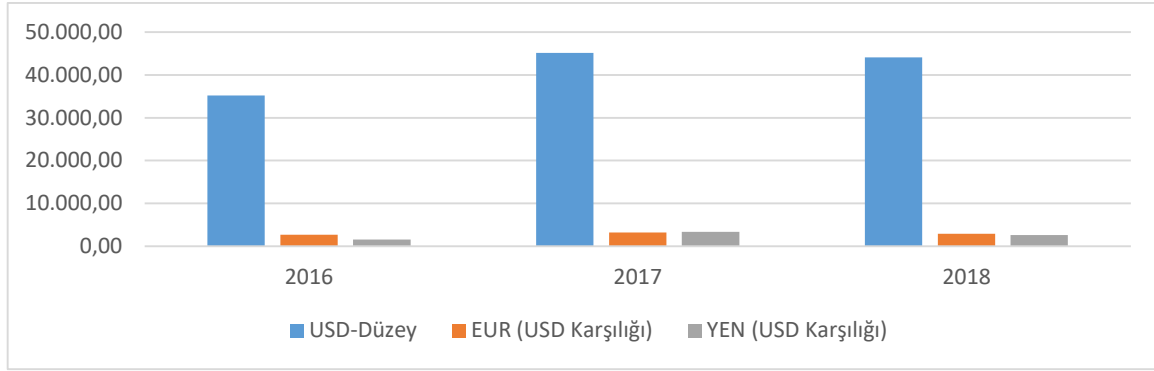
TL kayıt ederken 3,2 milyar TL gerçekleşmektedir. Yurtdışı elinde tutanlar ise 2015’de 0,150 milyar TL kayıt ederken 2018’de 656 milyar TL gerçekleşmektedir.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (18.11.2019)

Şekil 3.19. Özel sektör yurtiçi ve yurt dışı elinde tutanlar (Mali olmayan sektörce ihraç edilenler) (milyon TL)

Yurt içi elinde tutanlar (Mali Olmayan Sektörce İhraç edenler) bankalar, banka dışı ve diğerler olarak ayırırsak en çok banka dışı elinde stok bulundurmıştır. Bankalar 2015’de 0,454 milyar TL kayıt ederken 2018’de 0,373 milyar dolar düşüş gerçekleşmektedir. Banka dışı 2015’de 7,3 milyar TL kayıt ederken 2018’de 8 milyar TL gerçekleşmektedir. Banka dışı kısımda en çok, yatırım fonlar 2015’de 4,2 milyar TL 2018’de 4,1 milyar TL kayıt ile birinci sırada yer almaktadır. İkinci sırada gerçek kişiler 2015’de 1,9 milyar TL gerçekleşirken 2018’de 1,5 milyar TL olmaktadır. Üçüncü sırada ise emeklilik ve sigorta şirketleri 0,251 milyar TL kaydederken 0,598 milyar TL ile gerçekleşmektedir. Diğer (Mali olmayan sektörce ihraç edilenler) ise 2015’de 0,927 milyar TL kayıt ederken 2018’de 1,5 Milyar TL gerçekleşmektedir. Yurtdışı elinde tutanlar (Mali Olmayan Sektörce İhraç Edenler) 2015’de 0,197 milyar TL iken 2018’de 0,696 milyar TL kayıt etmiştir.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, (18,11,2019)

Şekil 3.20: Şirketlerce yurt dışına ihraç edilen stok döviz kompozisyonu

Şirketlerce yurt dışına ihraç edilen stok döviz kuru 2016'de 35,1 milyar dolar iken 2018'de 44 milyar dolar ile gerçekleşmiştir. Euro (dolar bazında) 2016'de 2,6 milyar dolar iken 2018'de 2,9 milyar dolar ile gerçekleşmiştir. Yen (Dolar bazında) 2016'de 1,5 milyar dolar gerçekleşirken 2,5 milyar dolar kayıt etmiştir.

Türkiye'de tahvil piyasası ile ilgili farklı boyutlarda birçok araştırmacı tarafından incelenmiştir. Şahin (2004) uluslararası tahvil piyasalarını, Euro tahvil piyasalarını, Türk Euro tahvilini dönemler halinde incelenmiştir. Türk Euro tahvillerinin diğer ülkelere göre faiz yüksekliği ve kredi derecelendirme kuruluşlardan aldığı olumlu notlar nedeniyle tercih edildiği görülmüştür. Euro tahviller tek başvuru ile yüksek miktarlarda borçlanabileceği, satış işlemi kısa olması, güçlü para cinsinden işlem görmesi, ülkelerin özgü yasalarına bağlı olmaması ve uzun dönemli vade yapısına sahip olması, borçlanmada başvurdukları nedenlerin arasındadır. Akgül (2005) Türkiye ekonomisi ve tahvil piyasaların arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. 1991- 2004 yıllar arasındaki bazı temel makroekonomik veriler ile tahvil, bono işlem hacminin analizi sonucu güçlü bir ilişki ortaya çıkmıştır. Dizdarlar (2006) uluslararası piyasada işlem gören Euro tahvillerin risk primi etkileyen faktörleri araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda USD/TL, EURO/TL, altın fiyatları, İMKB 100 endeksi, USD/YEN kuru, ülke kredi notu, net hata noksan hesabı, finans hesabı ve dış açığı bulunmuştur. Ergün (2007) piyasa faiz değişimi ile durasyon ve konvektik modeli ile 7-30 aylık Türk Euro tahvil getirisi üzerine test edilmiştir. Çalışma sonucu tahvillerin vade yöntemlerinin hassasiyetini bozduğunu ve fiyat değişimdeki farkı çok büyük oranda arttığını göstermiştir. Süer (2007) uluslararası özel sektör tahvil fiyatlaması üzerine çalışmıştır. Tahvillerin belli özellikleri ile, teorik fiyatların belirlenmesinde kullanılan modellerin performansını yükselmesine ne derece etkili olup olmadığını araştırmıştır. Tahvillerin belli karakteristik özellikleri ile piyasada

farklı fiyatlanabileceği tespit etmiştir. Dolayısıyla karakteristik özelliği ile bir fiyat oluşturacağına gözlemlemiştir. Karacaer (2009) uluslararası tahvil piyasalarının ihrac büyüklüğünü, özellikle kriz döneminde performansı incelemiştir. Sonuçta gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin Türkiye’de dahil olmak üzere finansal ihtiyaçlarını bu piyasadan karşılanabileceğini temel kaynaklardan biri olduğunu tespit etmiştir.

Gündüz (2008) yerel yönetiminin tahvil piyasalarında borçlanma koşullarını ve ulusal kapsamında tahvil piyasasının tesis edilmesi ile borçlanabileceği üzerine incelenmiştir. Yeşilkaya (2009) tahvil, bono ve borsa kazançlarının vergilendirmesi üzerine araştırmıştır. Özel sektör tahvil ve bonolarının piyasalarının gelişimi için diğer finansal araçlarının vergilendirmesine farklı olarak vergilendirilmesi gerekli olduğunu belirtmiştir. Keskin (2010) özel sektör tahvil piyasası ile ilgili Avrupa birliği tek piyasa üzerindeki bütünleşme ile ilgili beklenen şartlar incelemiştir. Ayrıca Türkiye tahvil piyasasının alt yapısını ve mevcut mevzuat ne kadar gelişimine desteklenebileceğini üzerine de çalışmıştır. Çalışmada İngiltere ve Türkiye tahvil ihrac koşullarını karşılaştırma ve Türkiye Avrupa birliğine girme olasılığı tahvil piyasasının gelişimine etkisini incelemiştir. Rençber (2010) Türk hukukunda anonim ortaklıklar tarafından ihrac eden tahviller üzerine araştırmıştır. Kubilay (2012) ülkelerin döviz, tahvil ve hisse senetleri piyasalar arasındaki oynaklık yayılımını araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkelerin oynaklık entegrasyonu ile gelişmiş ülkelerin oynaklık entegrasyonundan daha düşük olduğu orta çıkmıştır. Küresel değişkenler yayılım etkisi gelişmiş ülkelerde küresel finansal krizden sonra görülürken gelişmekte olan ülkelere hem kriz öncesi hem kriz sonrası anlamlı etki yaratmış olduğu görülmüştür. Yavuz (2012) çalışmasında Türkiye tahvillerinin getirisini bazı makroekonomik değişkenleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucu tahvil piyasadaki oynaklıkları, üçten biri enflasyon, döviz, sanayi üretim ve yabancı tahviller ile açıklandığı göstermektedir.

Temuçin (2016) tahvil ağırlık portföy ’de hisse senedi ağırlık portföye göre daha yüksek performans gösterdiği üzerine incelemiştir. Çalışmanın sonucunda tahvil ağırlıklı portföylerde hisse senedi ağırlıklı portföylere göre daha yüksek getiri sağlanacağı ortaya koymuştur.

2000 yılında yürütülen enflasyon ile mücadele kapsamında ekonomideki sektörleri iyi yönde gelişeceğini düşünmüştür. Ancak piyasalarının gelişimine rağmen özel sektör tahvil

piyasası gelişmediğini görülmektedir. 2000 yılında 23 bankanın söz konusu piyasalarının gelişmeme nedenleri kamu sektörünün o dönemdeki ekonomik ortamından kaynaklanan kamu borçlarının artışı, talep yetersizliği, vergi ve diğer maliyetler yüksekliği, SPK başvurusu itibarıyla ihraca sürenin uzunluğu ve prosedürün zorluğu ve kredi derecelendirme kuruluşlarının eksikliği gibi nedenler arasındadır (Çankaya ve Öz, 2000; 42).

2000 yılı önceki yıllarında Türkiye borçlanma gereksiniminin artışı kamu tarafından tahvil ve bono ihracına sebep olmuştur. Borçlanma gereksinimi milli gelire göre 1990'de 7,4 iken, 1995'de %5,2 ve 1999'de %15,1 oranına kayıt etmiştir (Çankaya ve Öz, 2000; 43).

Ayrıca enflasyon yüksekliği ve kronik hale dönüşmesi uluslararası piyasadan borçlanma imkanı azaldığı her iki sektörü de iç piyasaya yönlendirmiştir. Ancak ülkede yüksek faiz, kur ve vade riski ile bu piyasa aktif çalışmıştır. Devlet tarafından borçlanan fonlar kamu harcamalarına yönlendirmiştir. Özel sektör bankalar ise disponibilitate karşılığında DİBS'lerden kullanma zorunluluğu ve 1980 yıllarındaki istikrar programı kapsamında ve dönemsel reel faiz uygulamaları bankalarının kredi risklerini artmış olması daha çok sabit getiri menkul kıymetlerden kullanmaya başlamasına neden olmuştur (Çankaya ve Öz, 2000;43). Bu dönemde ülke kamu sektörü iç piyasadan daha çok borçlandığı görülmektedir. Buna göre ülkede faiz artışına ve özel sektörün yatırım maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Bu olguya “Crowding – Out” etkisi denilmektedir (Dornbusch ve Fischer, 1998, 131).

Ancak kamu tarafından yüksek miktarda borçlanması itici faktörken sıcak para ekonominin şartları şirketlerinin kredi ve uluslararası piyasadan finans sağlaması çekici hale gelmiştir. Bugün özel sektör borçlanma ile ilgili düzenlemelerin çalışmasında özel sektörün dışlama etkisi ve finansal alternatif kaynaklar sağlamasında kredi kullanımı, yurt dışından finansal kaynak sağlaması ve kurumsal yatırımcılarının talep yetersizliği gibi sorunları giderilmemiştir ve devam ettiğini belirtmiştir (Coşkun: 2017). Genel olarak tahvil piyasasının gelişimini engelleyen sorunlar aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir;

1. Ekonomik Ortamı
2. Türkiye sermaye piyasası derin olmaması
3. Sermaye piyasası öz sermaye dayalı çalışması
4. Kamu sektörünün özel sektöre yarattığı dışlama etkisi

5. Kamu sektörü ile özel sektörünün tahvil piyasasını hukuk düzenlemeleri eşitsizliği
6. Özel sektör tahvil ihraç maliyeti devlet tarafından ihraç edilen tahvil maliyeti yüksek olması
7. Yabancı yatırımcılar için reel getiri oranı düşük olması
8. Türev piyasanın gelişmemesi
9. İkinci piyasasının gelişmemesi
10. Piyasada likidite düşüklüğü
11. Kredi derecelendirme kuruluşlarının etkin olmaması
12. Prosedür uzunluğu

Söz konu sorunları giderilmesi için ilgili kurumlar tarafından diğer alternatif yatırımlar açısından özel sektörü tahvil ile rekabet edebilirliği ortamı yaratma açısından, işlem gerçekleşmesi sürecinde izlenmesi gereken prosedürü eşit hale dönüştürülmesi gerekmektedir. Böylece özel sektör daha etkin bir şekilde sermaye piyasasından yararlanma imkanı sağlamış olur. Bu sorunların olmasına rağmen son dönemde özel sektör tahvil ihracı artış göstermekte ancak yetersiz olmaktadır. Yasal düzenlemeler, faizlerin düşmesi ve oynaklığı azalması ve kamu borcunun düşüşü özel sektör piyasadan borçlanabilme gücü artmıştır.

2006 yılında özel sektör tahvil ihraçları yeniden başladığı görülmektedir. Ayrıca ülke yüksek faiz ve düşük kur politikası sonucunda ülkede finansal kaynak yaratmıştır. Hükümet tarafından kamu harcamaları finanse edilmiştir. Buda yıllık reel getirisinin %20 üzeri aştığı görülmüştür. Vergi avantajı ile değerlendirdiğimizde getiri yüksek olduğu görülmektedir (Bayrak, 2006; 3)

Türkiye’de anonim ortakların tahvil ihracı için SPK, BİST, MKK ve KAP kurumların başvurulur. İlgili kurumlara belirli ücret ödeme ile gereken belgeleri teslim edilir. SPK inceleme ve onaylandıktan borsa da işlem görmeye başlar. Bu prosedür 7 gün sürebilir. Devlet tarafından yurt dışından finans sağlamak için ihraç edilen tahviller ise borsa da “EUROTAHVİL” adlı ürün olarak işlem görür.

G20 ülkeleri arasında Uluslararası Tahvil Stoku/GSYH’si en çok uluslararası tahvil stoku sırasıyla Arjantin, Kanada ve İtalya yer almaktadır. Söz konu ülkeler sonrası sırasıyla Türkiye ve Meksika ülkesi uluslararası özel sektör tahvil stokuna sahiptir. G20 ülkeleri

arasında en çok uluslararası devlet tahvil stoku sırasıyla İngiltere, AB, Fransa, Avustralya, Kanada, ABD, Güney Kore, Meksika, Çin ve Japonya ülkelerinden sonra Türkiye yer almaktadır. Türkiye kamu sektörü ve özel sektör tarafından uluslararası tahvil piyasasından aynı seviyede yararlandığı görülmektedir.

Ayrıca özel sektör uluslararası piyasadan borçlanması döviz kurlarının oynaklığı nedeniyle özel sektör piyasasını daha riskli hale dönüştürebilir. Buna karşın ulusal özel sektör tahvil piyasasının gelişimi için birincil ve ikincil piyasasının likidite artması ile ilgili tedbirler, özel sektör kuruluşları finansal kaynak açıdan bu piyasasının getirdikleri üstünlüklerin bilgilendirmesi, eğitilmesi ve piyasaya ulusal ve uluslararası yatırımcıların katılımı için teşvik politikaları yürütülmesi gerekmektedir.

Çizelge 3.18. Kamu sektörü borcu

Yıl	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSYH(%)	Kamu Brüt Toplam Borç Stoku/GSYH(%)	Kamu İç Borç Stoku/GSYH(%)	Kamu Dış Borç Stoku /GSYH(%)
2001	-	77,0	51,2	25,8
2002	9,7	71,5	43,2	28,3
2003	7,1	63,6	43,2	20,4
2004	3,5	57,7	40,7	17,0
2005	-0,1	52,1	38,6	13,6
2006	-1,8	46,3	34,0	12,3
2007	0,1	40,3	31,0	9,3
2008	1,5	40,9	29,7	11,2
2009	4,8	46,5	34,8	11,7
2010	2,2	42,8	31,8	11,0
2011	0,1	39,2	27,8	11,4
2012	0,9	35,9	26,0	9,8
2013	0,4	34,4	23,8	10,6
2014	0,5	31,8	21,7	10,1
2015	0,0	30,9	20,3	10,6
2016	1,1	31,4	19,7	11,7
2017	1,8	30,7	19,2	11,5
2018	2,7	31,4	17,9	13,6

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, <https://www.hmb.gov.tr/>, (4.10/2019).

2000-2018 yıllar arası kamu kesimi borçlanma verilerine göre kamu kesimi borçlanma isteği ve kamu borç stoku düşüş göstermektedir. Kamu borç stoku hem iç borç stoku ve hem dış borç stoku düşüş kayıt etmiştir. Buna göre özel sektör borçlanmasına yer açmasını sağlamıştır. Nitekim BDDK verilerine göre bankalarının kredi/Mevduat ora 2002’de 36% oranı iken 2017’de 123% yükseldiği ve özel sektör piyasadan daha çok borçlandığı görülmektedir.

Ülkede tahvil piyasanın gelişimi ile borçlanma niteliği daha esnek bir yapıya dönüştürebilir ve ülkeyi ekonomi ve finansal açıdan kırılganlıktan çıkarabilir. Diğer taraftan borçlanma ve yatırım araçlarının çeşitliliği finansal piyasalarının etkinliğini arttırabilir. Özellikle özel sektör tahvil piyasasının gelişmesi ile ülkedeki şirketlerinin özgü şartlarına göre tahvil türleri ile doğrudan borçlanmaları bir yandan ihraççı açıdan daha düşük maliyetle finansal kaynak sağladığını diğer yandan yatırımcı açıdan daha yüksek getiri elde ettiği görülebilir.

3.2.2. Literatür Çalışması

İlk defa Schumpeter 1911’de teknoloji yenilikleri ile ekonomi büyümesi için finansal aracı kurumlarının tasarruf birikimi, proje değerlendirmesi, risk yönetimi, yönetim denetimi ve işlem kolaylaştırıcı faktörler gerekli olduğunu belirtmiştir (Schumpeter, 1911). Bu önemli çalışmanın sonrası finansal gelişimi ile ekonomi büyüme arasındaki ilişki önemli konular arasında yer almıştır. Finansal gelişim kavramı finansal yapılarındaki değişimleri kapsamaktadır (Goldsmith, 1969; 37). Finansal gelişiminde finansal sisteminin büyüklük ve yapılarının değişimi ile ilgilidir (Öçal ve Çaluk, 1999, 272).

Finansal gelişimi kavramı kısa ve uzun süre ele alınabilir. Klasik iktisatçılara göre finansal yapılarının incelmesinde kamunun borçlanması verimli olmadığı ve özel sektör borçlanması ile çok benzer etki yarattığını, iç borç ve dış borçlar açısından farklılık göstermediği belirtmişlerdir (Buchanan: 1958). Stolbov (2013) Finans faaliyetleri ekonomik büyümenin katalizör görevini üstlenmekte olduğunu belirtmiştir. Bunun doğrultusunda sermaye birikim teşviki ve optimal tahsis işlevini yapmakta olduğunu düşünmüştür. Patrick (1966) yılında finans gelişimi ve ekonomi iki yol ile birbirleriyle bağlıdır. Birincisi “Talep İzleyici ” durumunda ekonomi büyümesi için reel sektör finansal gereksinim duyması, ikincisi ise “Arz Öncülü (Supply-leading)” durumunda finansal kurumlarının topladığı fonlarının yatırımcılara yönetilmesi duruma denilir. Bunlar ekonomi büyümesi için çok önemli bir fonksiyondur. Dolayısıyla ülkelerinin finansal gelişimini sağlayan ve yapısını oluşturan finansal araçlar ve finansal kuruluşlardır (Goldsmith: 1969). Bir ülkede finansal araçlarının ve finansal kuruluşlarının gelişmişliği düzeyi ülkenin finansal gelişmişlik seviyesini göstermektedir.

Diğer bir görüş ile finans sisteminin ile reel sektörü arasındaki ilişkiyi açıklayabiliriz. Birincisi arz öncülü, ikincisi talep öncülü, üçüncüsü birbirleriyle bağlı, dördüncüsü herhangi bir ilişki olmadığı ve beşinci negatif ilişki olduğunu kabul edebiliriz (Fink ve diğerleri:2003). Finansal gelişimi ile ekonomi büyümesi ile ilgili çok sayıda araştırmalar bulunmaktadır. Ancak yeni ekonomi teorilerde bir ekonomi, dışsal teknolojik ilerlemenin yokluğunda büyüme nasıl sağlayabilir üzerinde durmaktadır. Bu çerçevede finansal piyasalarının ekonomi büyümesinde katkı sağlanabileceği düşünülmektedir (Pagano: 1993).

Gurley ve Show (1955) araştırmalarında finansal gelişimi, ekonomi büyümesini hızlandıracağı sonucu elde etmiştir. Goldsmith (1969) araştırmasında finansal yapı, finansal gelişme ile reel büyüme arasında pozitif ilişki bulmuştur. McKinnon (1973) birkaç ülkenin finansal piyasanın ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleme sonucunda pozitif ilişki ortaya koydu. Bir diğer çalışma ise p. Levine (1997) çalışmasında söz konu ilişki pozitif değerlendirdi. Fry (1978) çalışmasında Asiya az gelişmiş ülkeler örneğinde finans şartları tasarruf ve ekonomiye etkisi olduğu orta koymaktadır.

Bir diğer önemli çalışma King ve Levine (1993) 80 ülkeyi 1960-1989 yıllar arası verilerini kullanmıştır. Çalışma sonucunda farklı seviyelerde finansal sisteminin gelişimi ekonomi büyümesi ile çok güçlü bir ilişki olduğu sonuca varmışlardır. Finansal sektör ile ekonomi büyüme arasındaki ilişki pozitif olduğu ortaya çıktı. Levine ve diğerleri (2000), Demirgüç – Kunt ve Levine (2001), GrafF (2001), Trew (2005), Papaioannou (2007), finansal aracılık gelişimi ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilediği düşünülmektedir.

Finansal gelişimi ile ekonomi arasında ilişki hakkında bir çok araştırmacı tarafından pozitif ilişki olduğu kanısındayken, çok az sayıda finans ile ekonomi arasında negatif bir ilişki olduğunu düşünmektedir. Örneğin; Rabinson (1952) çalışmasında finansal sisteminin ekonomi büyümesinde önemli faktör olmadığını düşünmektedir. Ekonomi büyüme sonrası finansal sisteminin geliştiği sonucuna varmıştır. Lucas (1988) ise finansal sisteminin ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi “Stress Ötesi”, (Over - Stressed) olarak nitelendirdi. Deidda (2006) çalışmasında finansal gelişimi ekonomi büyümesinde etkisi belirsiz olduğu sonuca vardı. Ancak uzun dönemde sürdürülebilirliği olduğunda kredi piyasayı ile rekabetçi bir ortam yaratması ve ekonomi büyümesinde katkı sağlayabilir.

Bir diğerk önemli çalışma Levine ve Zervoz (1996) hisse senedi piyasası ile ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi araştırdıklarında pozitif olduğu ortaya çıktı. Hermes ve Lensink (2000) çalışmasında finansal sisteminde hisse senedi piyasası ve bankacılık sektörü ekonomiye katkı sağladığını düşünmektedir. Kenourgios ve Samitas (2007) Polonya ülke örneğinde özel sektöre verilen krediler ekonominin büyümesinde önemli rol oynadığını belirtti. Ayrıca finansal sisteminin gelişiminin belirlenen içsel değişkenler ekonomi büyümesinde katkı sağlamadığı göstermektedir.

Rousseau (1998) çalışmasında 1870- 1929 yıllar arası ekonomi büyüme olarak kişi başına milli gelir ile banka kredi ve mevduat kalemleri arasındaki ilişkiyi inceledi. Arz Öncüllü “Supply-leading” ekonomi büyümesinde etkisi olduğu ortaya çıktı. Levine ve Zervos (1998) bankacılık sektörü gelişimi ile hisse senedi piyasasının büyümesi ekonomiyi pozitif etkilemektedir. Stolbov (2013) finansal sisteminin iki segmenti olan bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasasının gelişimi ekonomi büyüme dinamikleri ile pozitif ilişki olduğu ortaya çıktı. Yu-liyang ve Reichert (2018) Bir ülkenin finansal sektör gelişimi ile meydana gelen değişiklikler ile ekonomik büyüme oranı arasındaki nedensel ilişkinin araştırmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomi ile pozitif ilişkisi olduğu ortaya koymuştur. Finansal gelişim ile ekonomi arasındaki ilişki Schumber, Gurley ve Shaw, Goldmish, Mackinnon ve Fary arz öncülü hipotezini desteklerken, Rabinson ve Patrick çalışmaları Talep hipotezini oluşturmuştur.

Thumrongtive ve diğerleri (2013) çalışmalarında tahvil piyasanın ekonomi üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmada tahvil piyasası üçüncü finansal gelişim uluslararası sektörü olarak, 1989 - 2010 yıllar arası 38 ülke verilerini kullanarak regresyon analizi yapmışlar. Çalışma sonucu hisse senedi piyasasının gelişimi ekonomi büyüme arasındaki ilişki pozitif olduğu banka kredisinin ekonomik büyümeye katkı sağlayan rolü, yerel tahvil piyasaları geliştikçe azalmakta olduğu ve devlet tahvilleri ile ekonomi büyüme arasındaki ilişki pozitif olduğu ortaya çıkmıştır. Bloem ve diğerleri (2013) çalışmalarında Avrupa kurumsal tahvil piyasalarının portföylerinde strateji çeşitlendirme üzerine bir analiz yapmıştır. ABD’li yatırımcı bakışı ile Avrupa ekonomi ve parasal birliği ile kurumsal tahvil piyasasının portföyleri strateji çeşitliliğini değerlendirmiştir. Çalışmada Avrupa kurumsal tahvillerinin çeşitliliği incelemiştir. Kurumsal tahvil getirisi 1991 – 2008 yıllar arası verileri kullanarak analiz sonucu Avrupa kurumsal tahvillerinde sektör faktörlerden ziyade ülke faktörlerinin daha önemli olduğu ortaya koymuştur. Massa ve Zaldokas (2014) ABD’li firmalarının

uluslararası tahvil ihracı yatırımcıları için ulusal tahvil göre tercih ettiklerini incelemiştir. Çalışmada uluslararası yatırımcılarının ulusal ve uluslararası tahvil taleplerini arttığını görmüştür. Uluslararası tahvil ihraçlarının verim spreadleri ulusal tahvil ihraçlarının verim spreadlerinden daha düşük bir seviyede olduğu ortaya çıktı. Sonuç olarak 1998-2006 yılları arası ABD firmalarının uluslararası tahvil ihraçlarının verilerini incelediğinde uluslararası piyasalardan borçlanmak daha düşük maliyetli ve daha büyük krediler sağlanabilir. Ayrıca ABD şirketleri ulusal kredi piyasası doyum noktasına geldiğinde uluslararası da borçlandığını görülmüştür.

Astrauskaite ve Paskevicius (2014) banka piyasaları ile tahvil piyasaları mukayeseli analizi yapmıştır. Bankacılık sektörü tahvil piyasasında etkisini incelemiştir. Karşılaştırma analizinde kredi hacimlerinin değişim oranı tahvil ile eşdeğerde değildir. Özellikle, tahvil ve bankacılık piyasası arasındaki doğrudan ikame etkisini belirtmek için özel bir durum söz konusu değildir. Mevcut banka kredilerini geri ödemek için kullanılan yeni tahvil ihraçları istisna olmak üzere, yeni projeler için fon sağlamaktan çok daha fazla kullanıldığı görülmüştür.

Bir diğer çalışma ise Battem ve diğerleri 1998-2008 yılları arası Asya ülkelerinin tahvil piyasası ekonomi büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda GSYH'si ile devlet tahvilleri ve özel sektör tahvil pozitif ilişkisi bulunduğu ortaya çıktı (Battem ve Diğerleri, 2011). Fink ve diğerleri (2003) tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler. Çalışmada 13 gelişmiş ülkelerinin 1950-2000 yılları kapsayan dönem verileri ele almışlar. Japon, Finlandiya ve İtalya gibi ülkeler tahvil piyasaları, sermaye büyümesi ve reel çıktı büyüme arasındaki karşılıklı bağımlılığı ortaya koymuştur. Bu varsayımı desteklemek için Granger nedensellik testi ve eş bütünleşme yaklaşımı kullanılmıştır. Barun ve Bariones (2006) dünya çapında tahvil piyasasının gelişimini incelemiştir. Ülkeler arası tahvil ihraç hacimleri farklılık göstermekte olup aralarında Tahvil piyasalarının büyüklüğündeki kesişme varyasyonu ve bu varyasyonun bileşimle ve enstrümanların ve ihraççıların özellikleriyle ilişkili bir dizi karakteristikle eşleştiği görülmektedir. Tahvil piyasalarının gelişim derecesinin büyük bir kısmının genel ekonomik gelişme ile açıklandığı görülmüştür.

Bir diğer çalışma ise CEPR (2006) tarafından Avrupa kurumsal tahvil piyasaların şeffaflık, likidite ve verimlilik üzerine incelemiştir. Çalışma sonucu ise bazı likidite sorunları

tahvil piyasasına özgü olduğu, piyasa, aracılık hizmetleri bu sorunlara bazı cevaplar veren bayiler etrafında döndüğünü ve Avro cinsinden tahvil, sterlin cinsinden daha çok aktif ve likit olduğu ortaya çıkmıştır. Avrupa ve ABD tahvil piyasasının piyasa kapitülasyonu hisse senedi kapitülasyonundan daha yüksektir. Gozzi ve diğerleri (2012) ulusal ve uluslararası pazarlarda kurumsal tahvil izlerinin ana özelliklerinin ilk kapsamlı dokümantasyonu sunulmakta ve firmaların uluslararası pazarlarda bu pazarları nasıl kullandıklarını incelemiştir. Ulusal ve uluslararası tahvil piyasalarındaki borçlanmalar farklı özelliklere sahip olduğu görünmektedir. Uluslararası sorunlar daha büyük ve daha kısa vade eğiliminde olduğu görülmektedir. Büyük oranda uluslararası tahvil piyasası erişim sonrası ulusal tahvil piyasada aktif kalmışlar ve bir çok firmalar her iki piyasada hem ulusal hemde uluslararası farklı özellikli borçlanama senetleri ihraç etmişlerdir. Sonuç olarak ulusal ve uluslararası tahvil piyasalarının farklı finansal hizmetler sunmaktadır, birbirlerini ikame edemez ve nispi tamamlayıcıdır.

Chowdhury ve diğerleri (2013) 2005-2009 yıllar arası 25 gelişmekte olan ülkelerinin bazı makro ekonomik değişkenlerinin tahvil endeksinin üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın sonucu yayılmış tahvil endeksi ile doğrudan yatırım ve enflasyon arasında pozitif ilişki bulunurken tahvil endeks ile GSYH ve toplam dış borçlar rezerve oranı arasındaki ilişki negatif olmuştur. Kapingura ve Makhetha (2014) Güney Afrika 1995-2012 yıllar arası tahvil piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisiyi araştırmıştır. Çalışmada Granger eşbütünleşme ve iki Granger testi sonucunda iki değişken arasında uzun dönem ilişki düzeyinde olduğu ortaya çıktı. Ayrıca ekonomi büyüme olarak gayri safi yurt içi hasılası, tahvil piyasasının gelişiminden etkilendiği ortaya koymuştur. Grjebine ve diğerleri (2014) şirketlerini borçlanma yapısı ile ekonomi gelişimi incelemiştir. Çalışmada 1989-2013 yıllar arası 25 ülkeyi firmalarının borçlanma yapısını araştırmıştır. Sonuç olarak tahvil ihracı yükselmesi ve tahviller kredi yerine bir alternatif hale gelmesi ekonomideki durgunluktan çıkma hızı arttığı görüldü. Bankacılık krizi ve durgunlukta şirket borç yapısı ile ekonomi arasındaki etkileşim normal durgunluktan daha güçlüdür.

Pradhan ve diğerleri (2015) tahvil piyasası gelişimi ve ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmada G20 ülkelerinin 1990- 2011 yıllar arası kapsayan verileri VAR modeli kullanarak analiz yapmıştır. Analizin sonucu ise tahvil piyasası gelişimi ve büyüme arasında hem tek yönlü hem de iki yönlü nedensellik ilişki tespit etmiştir.

Araştırmanın sonucu tahvil endeksi ile enflasyon ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki bulunurken GSYH ve toplam dış borç arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Ogboi ve diğerleri (2016) Nijerya 1982-2014 yıllar arası tahvil piyasanın gelişimi ve ekonomi büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucu ise istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Literatür taramada gördüğümüz finansal gelişiminde tahvil bir finansal araç türü olarak nitelendirdiğimizde ağırlıklı olarak finansal gelişimi ile ekonomi gelişimi arasında pozitif ilişki olduğu ortaya çıktı. Çok az sayıda tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasındaki ilişki üzerinde çalışmıştır. Ancak bu çalışmada konu ile ilgili daha geniş ve spesifik incelenecektir. Çalışmada G20 ile karşılaştırma analizi özel sektör tahvil ile ilgili ekonomi üzerindeki etkisi ile ilgili karşılaştırmalı analizi yapılacaktır.

3.2.3. Ampirik Çalışma

Çalışmada G20 ülkelerinin GSYH, Ulusal Özel Sektör Tahvil Stoku “UÖSTS” ve Uluslararası Özel Sektör Tahvil Stoku “UaÖSTS” değişkenleri 2000-2018 yıllar arası çeyrek dönemler halinde verileri kullanacaktır. G20 ülkeleri ekonomileri üzerinde GSYH ile UÖSTS ve UaÖSTS arasında uzun dönem ilişkiyi test etmek için ana analiz metodolojisi olarak Pesaran ve Shin (1999), Pesaran ve Shin (2001) tarafından geliştirilen Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sınır testi uygulanmıştır. ARDL modeli aslında Y_t gibi bir denklemin p sırası dışsal VAR modelini temsil etmektedir. Bu çalışmada $GSYH_t = f(UÖSTSt, UaÖSTSt)$ gibi düşünülebilir. ARDL diğer eş bütünleşik metotlara göre bir kaç önemli avantaja sahiptir; birincisi, ARDL modelinde bütün değişkenler aynı seviyede entegre veya durağan olması gerekmemektedir. Yani değişkenler $I(0)$ ve $I(1)$ seviyelerinde durağan olmalarının teste herhangi bir sakıncası yoktur. İkinci avantaj, küçük ve sınırlı veri seti örneklerde ARDL testi daha iyi sonuçlar sunmaktadır. Diğer avantaj ise, ARDL modeli uzun vadeli analizlerde tarafsız tahminleri sunmaktadır. Ayrıca bu model otokorelasyon problemlerini ortadan kaldırmaktadır. Bu çalışmada veriler 2000Q1-2018Q4 arası dönemsel veriler olduğu, kısıtlı ve uzun dönem analiz gerektirdiğine göre ilk aşamada bu metot seçilmiştir.

Durağan olmayan ekonomik zaman serileri ile yapılan çalışmalar “sahte regresyon” (spurious regressions) problemine sebep olabilmektedir. Sahte regresyonlar durumunda R^2

ve t-istatistiği anlamlı olabilir. Ancak elde edilen sonuçlar, güvenilebilir bir sonuç olmayacaktır (Baraldi ve Enders, 2010). Bu sorunu giderilmesi için ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi) ve PP (Phillips-Perron Birim Kök Testi) testleri uygulanmıştır. Dickey-Fuller birim kök testi hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız oldukları ve sabit varyans farz eder. Genişletilmiş Dickey Fuller testi (ADF), modele gecikmeli değerler ekleyerek Dickey Fuller testini otokorelasyon problemine karşı düzeltmiştir. ADF testinde aşağıdaki denklemler ile açıklanabilir:

$$VY_t = \beta_1 + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i VY_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$VY_t = \beta_1 + \beta_2 Trend + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i VY_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

$$VY_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i VY_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

1, 2 ve 3 numaralı modellerde sırası ile sabitli-trendsiz, sabitli- trendli ve sabitsiz-trendsiz olarak, Y_t birim kökün araştırıldığı değişkeni, Δ fark operatörünü ($Y_t - Y_{t-1}$), β_1 sabit terimi, β_2 ilgili zaman serisinin trend içerip içermediğine göre denkleme dahil edilen trend değişkeni katsayısını, α_i olası otokorelasyon probleminin giderilmesi için denkleme dahil edilen gecikmeli bağımlı değişken katsayılarını, p bağımlı değişkenin optimal gecikme uzunluğunu, ε_t ise kalıntılar terimini temsil etmektedir.

ADF testinde bir serisinin durağan olması için λ katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. λ için hesaplanan t-istatistiği, MacKinnon tablo değerleriyle karşılaştırılır. Eğer t-istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon tablo değerinden büyükse, serinin durağan olduğuna karar verilir.

ADF birim kök testi için hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır;

$H_0: \lambda = 0$; Y_t zaman serisi durağan değildir, yani birim kök içermektedir.

$H_1: \lambda \neq 0$; Y_t zaman serisi durağandır, yani birim kök içermemektedir.

İkinci olarak *Phillips-Perron* metodu kullanılmıştır. Phillips ve Perron (1988) birim kök testinde serinin korelasyon için alternatif (parametrik olmayan) kontrol yöntemini önermektedir. Phillips-Perron (PP) testi ise hata teriminin zayıf derecede bağımlı olmasına ve heterojen olarak dağılmasına varsayarak otokorelasyon sorunu ortaya çıkmamaktadır. Yani PP testinde Dickey-Fuller'in hata terimleri ile ilgili varsayımını genişletmişlerdir. Phillips-Perron(PP) testi aşağıdaki denklemle açıklanmaktadır.

$$\tau_{\alpha} = t_{\alpha} \left(\frac{\gamma_0}{f_0} \right)^{1/2} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)(se(\hat{\alpha}))}{2 f_0^{1/2} s} \quad (3.4)$$

$\hat{\alpha}$ tahmin, t_{α} elementi α elementinin t oranı, $se(\hat{\alpha})$ standart hata katsayısıdır, s test regresyonunun standart hatasıdır, γ_0 Hata terimlerin varyans tahmini, f_0 frekans sıfırda kalan spektrumun bir tahmincisidir. Durağanlık analizi sonrası ARDL denklemlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Genelleştirilmiş ARDL (p,q) modeli aşağıdaki denklemle ifade edilebilir;

$$Y_t = \gamma_{0i} + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta'_i X_{t-i} + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

Y_t Bağımlı vektör değişken, X_t ; bağımsız değişken(ler), γ ; sabit değişken, $i = 1, \dots, k$; p (Bağımlı değişkenler için), q (eksojen değişkenler için); optimum gecikme sayısı, ε_{it} ; hata terimi,

Daha önce bahsedildiği gibi, bu çalışmada ARDL modelleri bu konuda yapılan önemli araştırmalara dayanılarak hazırlanmıştır. Kullanılacağımız denklem için ARDL modeli aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\Delta gsyih_t = a + \sum_{i=1}^p b_i Vgsyih_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_1} c_i Vuösts_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_2} d_i Vuaöts_{t-i} + a_1 gsyih_{t-i} + a_2 uösts_{t-i} + a_3 uaösts_{t-i} + u_t \quad (3.1)$$

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ Denklemin katsayıları ve ε_0 beyaz gürültüdür.

Sınır Testi ile ilgili eş bütünleşme gösteren katsayıları için H_0 ve H_1 hipotezler aşağıdaki gibi belirlenmektedir:⁶

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$$

$$H_1: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 \neq 0$$

Bir basit ARDL(1,1) denklemini göz önüne bulundurulursak;

$$Y = \alpha + \beta * Y(-1) + \gamma * X + \lambda * X(-1) \quad \text{varsayılırsa; } -(1 - \beta) = ECM_{-1} \quad (3.1)$$

yani $-1 < \beta < 1$ olmalıdır.

Veriler dönemsel olduklarına göre Moving Avarage yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır. Veriler performansına göre logaritmik veya normal halı kullanılmıştır. Aynı şekilde performansa ve istatistik olarak anlamlılık esasına göre trendli veya trendsiz fonksiyonları kullanılmıştır. Ayrıca ARDL modelinde gecikme uzunluğu AİC, SC ve HQ kriterlerine göre otomatik olarak belirlenmektedir.

ARDL modelinin yapısında *Birim Kök Testi* gerekmesi de değişkenlerden hiçbirinin ikinci farklılıklarda durağan olmamasına dikkat etmelidir. Bu amacın doğrultusunda Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillip Perron (P-P) testleri dikkate alınacaktır.

3.2.3.1. G7 ülkeleri

ABD test sonuçları

ABD 2000-2018 yıllar arası GSYH, UÖSTS ve UaÖSTS değişkenlerinin birim kök test sonuçları aşağıdaki çizelgede yer almaktadır.

⁶ H.Pesaran (Microfit 5 kılavuzunda denklem (21.168)) açıkladığı gibi hata terimi sıfır ile -2 arasında bir değer almalıdır $0 > ECM_{-1} > -2$.

Çizelge 3.19. ABD verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	0.097038	-1.618035	3.781294	-0.386824	-1.777036	5.287045
LUaÖSTS	4.318767	2.708941	-1.449167	4.089817	2.315124	-1.689186*
ΔLGSYH	-6.218233***	-6.184584***	-4.551128***	-6.359276***	-6.324446***	-4.654362***
ΔLUaÖSTS	-2.743090*	-11.62879***	-2.348615***	-10.02154***	-11.16056***	-9.694553***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH değişkenin $I(1)$, UÖSTS değişkenin $I(1)$ ve UaÖSTS değişkenin $I(1)$ durağan olmaktadır. Serilerin birinci düzeyde olduğu görülmektedir.

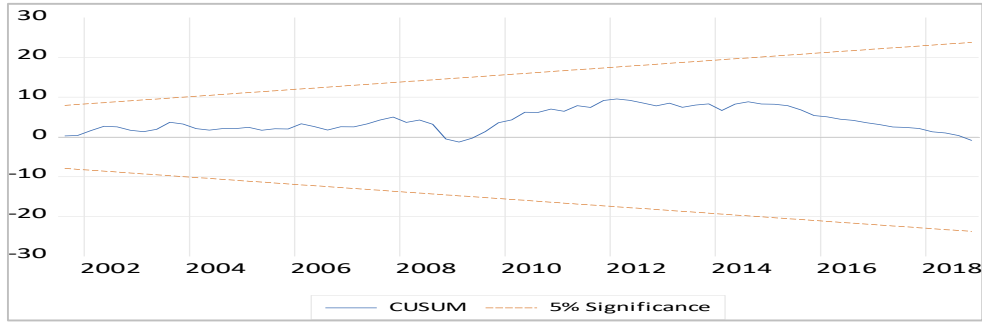
Çizelge 3.20. ABD ARDL test sonuçları

MODEL(2,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.216874	0.176194	1.230883	0.2225
	LGSYIH (-1)*	-0.008163	0.008461	-0.964728	0.3380
	LUaÖSTSA(-1)	-0.005316	0.003340	-1.591507	0.1160
	D(GSYIH (-1))	0.283955	0.111295	2.551386	0.0129
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSA	-0.651245	0.512313	-1.271184	0.2079
	C	26.56951	7.924906	3.352659	0.0013
Kritik Değerler	F= 3.695373	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

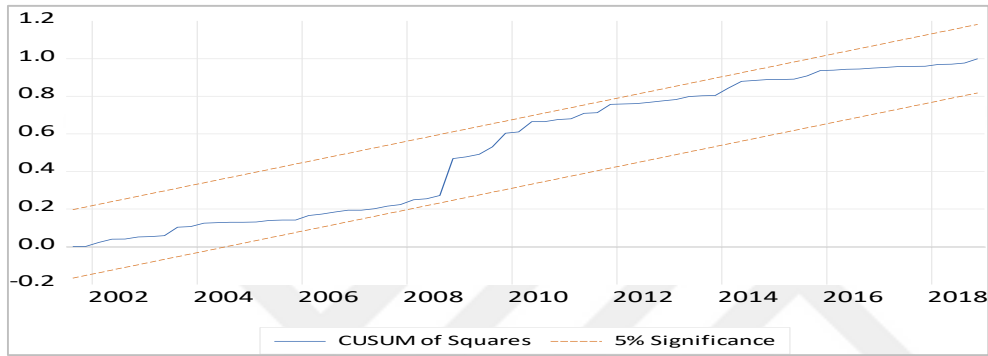
Çizelge 3.21. ABD otokorelasyon LM testi

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	1.628.645	0.2038	0.1843

Yukardaki çizelge 3.20 eşbütünleşme ve uzun dönem analiz test sonuçlarına göre hata terimi katsayısı (-0.008) negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almış ancak p değeri anlamsız olması ve F değeri kritik değerlerine göre anlamsız olması nedeniyle ABD baz alınan seriler eşbütünleşik değildir. Dolayısıyla uzun dönem ilişki yoktur. Çizelge 3.21’de modelin otokorelasyon test sonuçları serilerinin otokorelasyon problemi olmadığı görülmektedir.



Şekil 3.21. ABD Cusum grafiği



Şekil 3.22. ABD Cusum Q grafiği

Cusum ve Cusum Q grafiklerine baktığımızda modelin istikrarlı, sağlıklı ve güvenlidir. olduğu görülmektedir.

İngiltere test sonuçları

İngiltere kısa ve uzun dönem ekonometri analiz sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Çizelge 3.22. İngiltere verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN ARDL(4,0)	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ- TRENDLİ	SABİTSİZ- TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ- TRENDLİ	SABİTSİZ- TRENDSİZ
GSYH	-0.946707	-2.061086	2.835964	-0.654579	-1.804945	3.810789
UaÖST	-1.745028	-0.901452	0.5999143	-1.771699	-1.163391	0.191015
ΔGSYH	-4.410185***	-4.398426***	-3.094165***	-4.123670***	-4.099909***	-3.097277***
ΔUaÖST	-12.35618***	-12.56025***	-12.19600***	-12.35618***	-12.97878***	-12.33037***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış GSYH ve UAOS birinci seviyesinde (I(1)) ADF ve Philips-Perron birim kök testinde birinci derecede I(1) durağan olmaktadır.

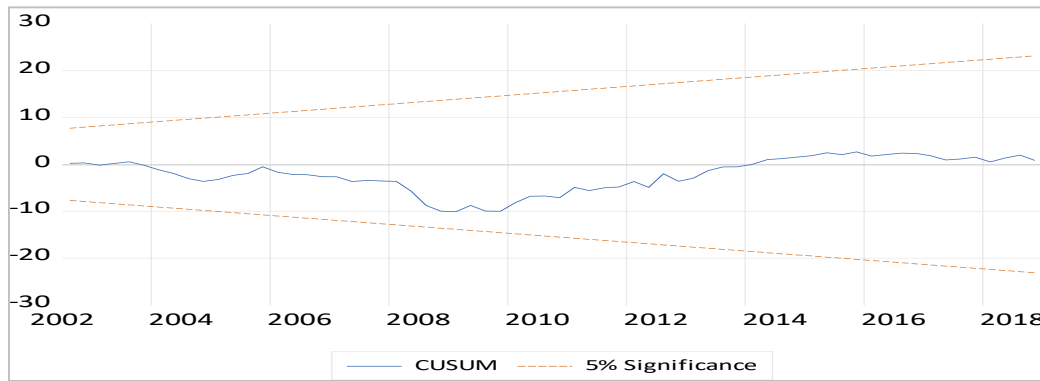
Çizelge 3.23. İngiltere ARDL test sonuçları

ARDL(4,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	3.559.841	17017.56	0.209186	0.8349
	GSYIH (-1)*	0.003915	0.008641	0.453129	0.6519
	UaÖSTSSA	-0.001863	0.001133	-1.643.687	0.1050
	(GSYIH (-1))	0.579982	0.113360	5.116.292	0.0000
	(GSYIH (-2))	0.284627	0.129811	2.192.629	0.0319
	(GSYIH (-3))	-0.404946	0.115145	-3.516.830	0.0008
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSSA	0.475872	0.873953	0.5444402	0.5880
	C	-909210.9	6317579	-0.143918	0.8860
Kritik Değerler	F= 4.250390	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3,02	3,51	Eş bütünselik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3,62	4,16		
	2.5%	4,18	4,79		
	1%	4,94	5,58		

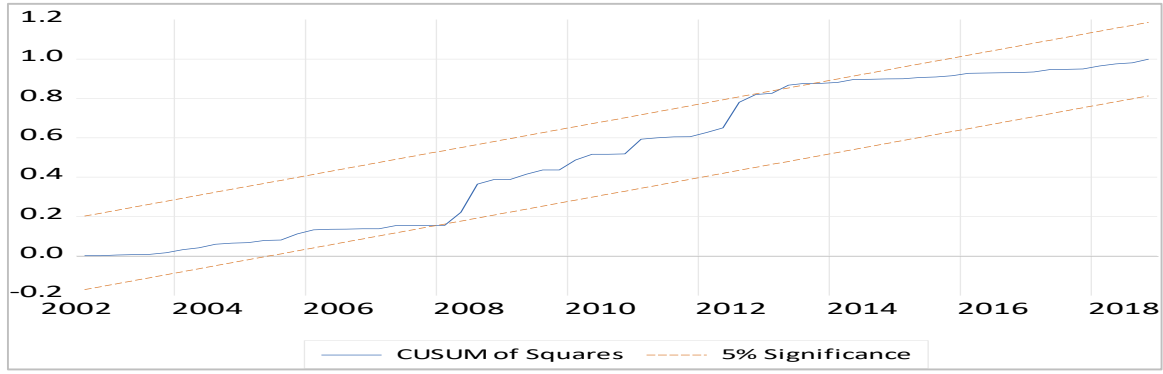
ARDL test sonuçlarına baktığımızda hata terimi -0.003915 istatistik olarak anlamlı değildir. F istatistik sınır test değeri pesaran tablo kritik değerine göre %95 güvenlilik düzeyinde anlamlıdır. Ancak eşbütünleşik olmadığına göre F değeri anlamlı olursa da uzun dönem ilişkileri yoktur.

Çizelge 3.24. İngiltere otokorelasyon LM testi

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.126749	0.8812	0.8676



Şekil 3.23. İngiltere CUSUM grafiği



Şekil 3.24. İngiltere CUSUM Q grafiği

İngiltere Cusum ve Cusum Q grafiğine baktığımızda model istikrarlı ve güvenilir olduğunu göstermektedir.

Japonya test sonuçları

Çizelge 3.25. Japonya verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.877143	-2.245106	1.731651	-0.938432	-2.565572	1.678905
LUÖSTS	-6.238663	-6.239454	-0.196134	-7.263871***	7.668773***	-7.317812***
LUaÖSTS	2.915865	1.093552	3.498609	3.059024	1.498296	3.494997
ΔLGSYH	-7.362257***	-7.312209***	-7.164767***	-7.275102***	-7.214722***	-7.096767***
ΔLUÖSTS	-7.263871***	-7.668773***	-7.317812***	-22.59943***	32.13728***	-22.80052***
ΔLUaÖSTS	-4.133853***	-4.888617***	-2.995484***	-4.093876***	-4.888617***	-3.010635***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYİH, UÖSTS ve UaÖSTS birinci seviyesinde I(1) durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için uygun yöntemdir.

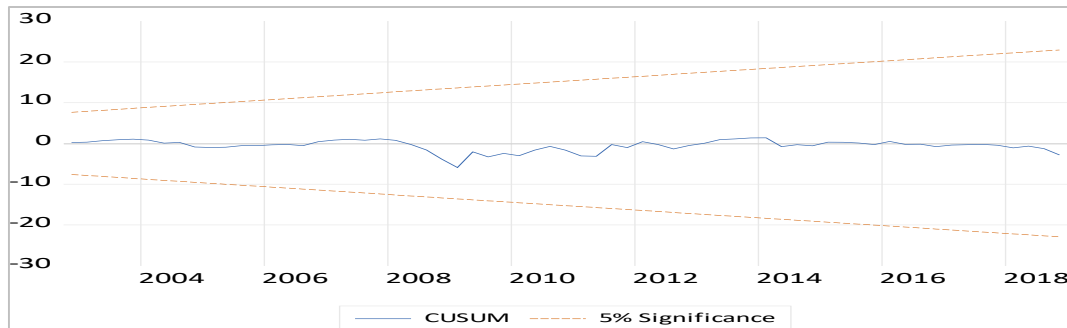
Çizelge 3.26. Japonya ARDL test sonuçları

ARDL(2,0,3)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	3.191931	1.051819	3.034678	0.0035
	LGSYIH (-1)*	-0.221567	0.072761	-3.045136	0.0034
	LUÖSTSA	0.000401	0.003726	0.107500	0.9147
	LUaÖSTSSA(-1)	0.015869	0.006305	2.516751	0.0143
	D(GSYH(-1))	0.353463	0.119266	2.963663	0.0042
	D(UaÖSTSSA)	0.022033	0.015818	1.392842	0.1684
	D(UaÖSTSSA(-1))	-0.042511	0.032501	-1.308014	0.1955
	D(UaÖSTSSA(-2))	0.089190	0.032212	2.768835	0.0073
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	0.001808	0.016888	0.107055	0.9151
	UaÖSTSSA	0.071623	0.012519	5.721328	0.0000
	C	14.40617	0.306020	47.07589	0.0000
Kritik Değerler	F= 2.601224	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

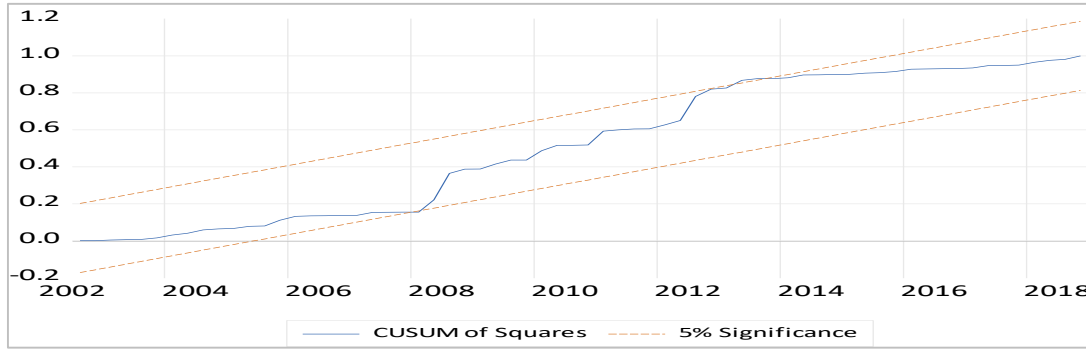
Çizelge 3.26 sonuçlarına göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik %95 güvenlilik düzeyinde anlamlıdır. Ancak sınır testi sonucunda F istatistik değerleri (2.60122) Pesaran kritik tablosuna göre sınır altındadır. Dolayısıyla Japonya’da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki yoktur.

Çizelge 3.27. Japonya otokorelasyon LM testi

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.221964	0.8016	0.7608



Şekil 3.25. Japonya CUSUM grafiği



Şekil 3.26. Japonya CUSUM grafiği

Japonya CUSUM ve CUSUM Q grafiğine baktığımızda model istikrarlı ve güvenilir olduğu göstermektedir.

Almanya test sonuçları

Almanya test sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Çizelge 3.28. Almanya verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.016346	-2.739685	2.033362	-0.039951	-2.443820	2.382143
LUaÖSTS	-4.883037***	-2.330087	1.857406	-4.165654***	-2.201496	1.888808
ΔLGSYH	-6.160351***	-6.189022***	-5.694689***	-6.233200***	-6.256125***	-5.775577***
ΔLUaÖSTS	-6.438058***	-7.617565***	-6.026663***	-6.796500***	-7.752188***	-6.370345***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH birinci seviyesinde (I(1)) ve UaÖST seviyesinde I(1) durağan olduğu görülmektedir.

Çizelge 3.29. Almanya ARDL test sonuçları

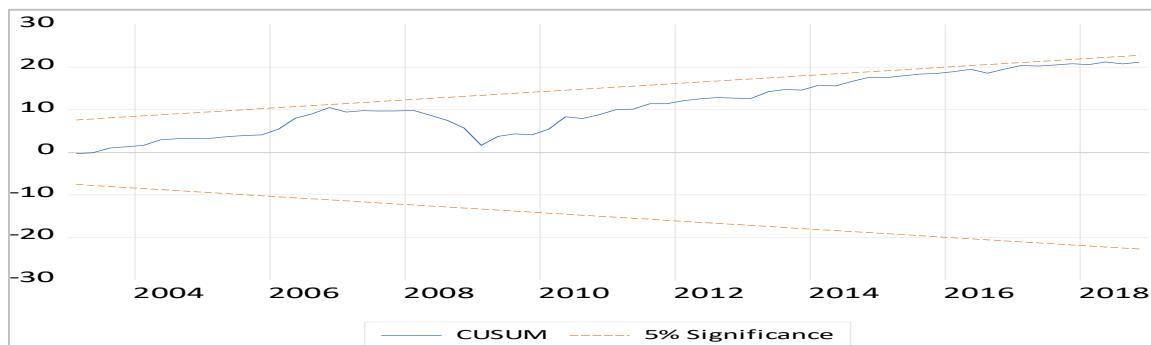
ARDL(2,4)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	-0.003303	0.256803	-0.012862	0.9898
	GSYIH (-1)*	-0.001037	0.0018064	-0.057428	0.9544
	LUaÖSTASA(-1)	0.001474	0.003759	0.392167	0.6962
	D(GSYIH (-1))	0.326800	0.116948	2.794.411	0.0069
	D(LUaÖSTSA)	0.05473	0.024789	2.206.739	0.0309
	D(LUaÖSTSA(-1))	-0.004989	0.024102	-0.206991	0.8367
	D(LUaÖSTSA(-2))	0.027662	0.022900	1.207.976	0.2315
	D(LUaÖSTSA(-3))	-0.058448	0.023099	-2.530.378	0.0139
Uzun Dönem Katsayıları	UAOSTSA	1.421.117	2.370.126	0.0599060	0.9524
	C	-3.184.104	3.021.189	-0.010539	0.9916
Kritik Değerler	F= 1.339431	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3,02	3,51	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3,62	4,16		
	2.5%	4,18	4,79		
	1%	4,94	5,5		

Çizelge 3.29. sonuçlarına göre hata terimi katsayısı (-0.001037) olarak negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlı değildir. Ancak F değeri pesaran kritik tablosuna göre %99 anlamlılık düzeyde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmamıştır. Buna göre Almanya’da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki yoktur.

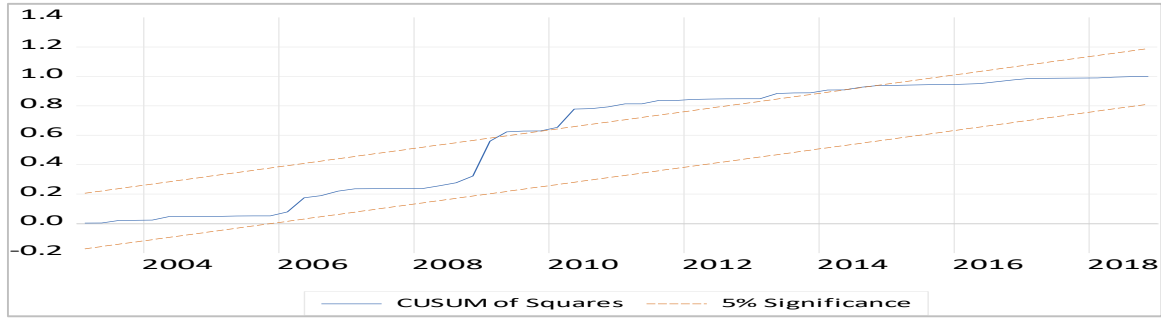
Çizelge 3.30. Almanya otokorelasyon LM testi

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.882338	0.4189	0.3692

Japonya serilerinin otokorelasyon test sonuçlarına göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmektedir.



Şekil 3.27. Almanya CUSUM Grafiği



Şekil 3.28: Almanya CUSUM grafiği

CUSUM istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir. CUSUM Q test sonucuna göre ise model çoğunluk olarak istikrarlı ve sağlıklıdır.

Fransa test sonuçları

Çizelge 3.31. Fransa verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philips-Perron (PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.660362	-2.427719	2.695401	-1.054898	-2.383053	4.043966
LUaÖSTS	-4.212002***	-1.665951	2.439312	-3.473011***	-1.234158	2.439312
ΔLGSYH	-4.888023***	-4.840491***	-3.912869***	-4.817035***	-4.767976***	-3.755187***
ΔLUaÖSTS	-2.970229*	-7.113183***	-6.900072***	-7.335112***	-8.277471***	-6.949243***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik serilerinin birinci farkında I(1) durağandılar. Buna göre ARDL sınır testi seriler için uygun yöntemdir.

Çizelge 3.32. Fransa ARDL test sonuçları

ARDL(2,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.076469	0.201484	0.379531	0.7054
	LGSYIH (-1)*	-0.005130	0.015180	-0.337972	0.7364
	LUaÖSTSSA	1.78E-05	0.001733	0.010270	0.9918
	D(LGSYIH (-1))	0.509121	0.103976	4.896529	0.0000
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSSA	0.003470	0.329027	0.010546	0.9916
	C	14.90503	5.472991	2.723379	0.0083
Kritik Değerler	F= 4.250390	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Yukardaki çizelgede ARDL sınır testi sonuçlarına göre hata terimi -0.005130 ve istatistik olarak anlamlı değildir. Ayrıca F ve T sınır istatistik değerleri %95 güvenilir düzeyinde Pesaran tablo değerlerinde fazla olduğuna göre anlamlı ancak hata terime sonucuna göre eşbütünleşik olmadığı göstermektedir ve uzun dönemde ilişki yoktur.

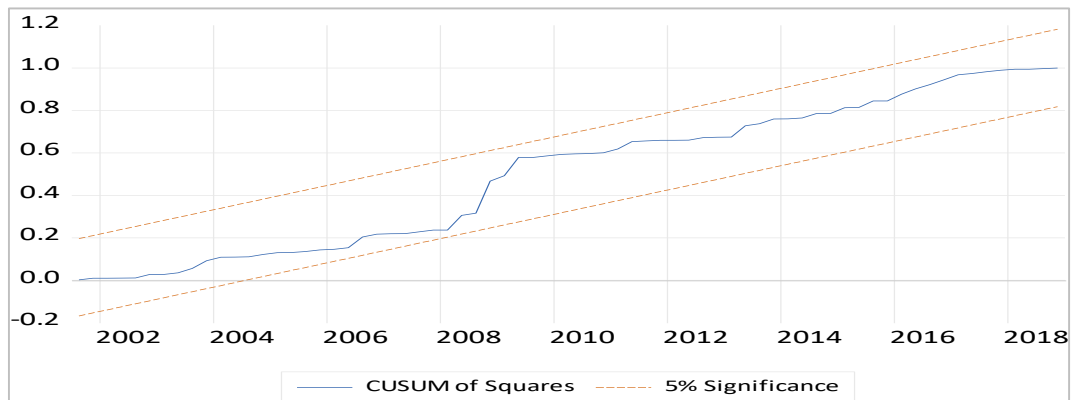
Çizelge 3.33. Fransa otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	1.128.534	0.3295	0.3046

Otokorelasyon test sonuçlarına göre otokorelasyon sorunu içermemekte ve sonuçlar güvenilirdir.



Şekil 3.29. Fransa CUSUM grafiği



Şekil 3.30. Fransa CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q test sonucuna göre %95 anlamlılık düzeyin göre test edilen model istikrarlı ve sonuçları güvenlidir.

İtalya test sonuçları

İtalya kısa ve uzun dönem test sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Çizelge 3.34. İtalya verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Geniştirilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Phillips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-2.443520	-2.600133	0.234587	-2.051258	-2.241243	0.484162
LUaÖST	-4.688114***	-1.731745	3.139182	-4.688114***	-1.901975	2.350530
ΔLGSYH	-4.173001***	-4.142632***	-4.195239***	-4.257025***	-4.232231***	-4.274766***
ΔLUaÖST	-8.294113***	-10.60963***	-7.381563***	-8.444728***	-10.63648***	-7.795584***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UaÖST ve UÖST birinci derecede durağan olmaktadır.

Çizelge 3.35. İtalya ARDL test sonuçları

ARDL(2,4)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	1.402.091	0.424681	3.301.511	0.0016
	GSYIH (-1)*	-0.098389	0.029746	-3.307.682	0.0015
	LUaÖSTSSA(-1)	0.002031	0.001212	1.675.903	0.0986
	D(GSYIH (-1))	0.628490	0.089439	7.027.029	0.0000
	D(LUaÖSTSSA)	0.014677	0.007790	1.884.113	0.0641
	D(LUaÖSTSSA(-1))	0.010937	0.007746	1.411.865	0.1628
	D(LUaÖSTSSA(-2))	0.003312	0.007864	0.421128	0.6751
Uzun Dönem Katsayıları	D(LUaÖSTSSA(-3))	0.020314	0.007613	2.668.217	0.0096
	UaÖSTSSA	0.020646	0.010819	1.908.369	0.0608
Kritik Değerler	C	1.425.043	0.149230	9.549.337	0.0000
	F= 3.695373	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Analiz sonuçlarına göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değeri Pesaran kritik tablosuna göre %90 anlamlılık düzeyde anlamlıdır. Buna göre İtalya'da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır. UaÖSTS ile GSYH arasındaki pozitif ve aynı şekilde pozitif ilişki mevcuttur.

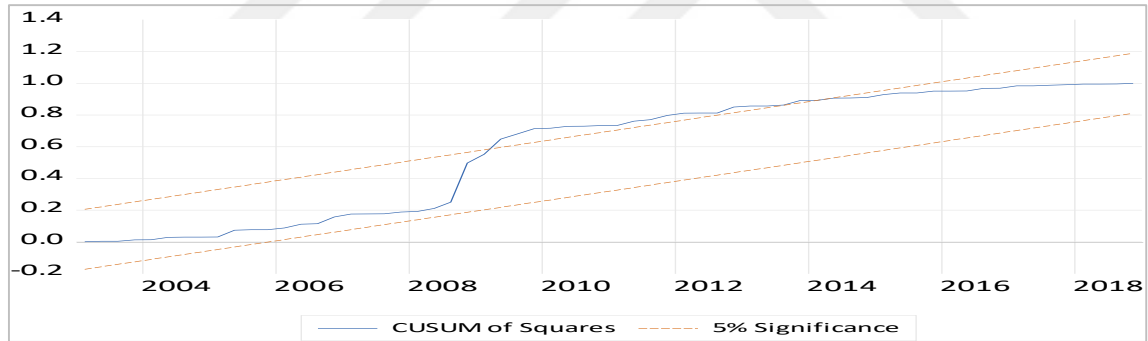
Çizelge 3.36. İtalya otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.373327	0.6900	0.6516

Fransa otokorelasyon test sonuçları otokorelasyon problemi içermediği göstermekte ve modele güvenilirdir.



Şekil 3.31. İtalya CUSUM grafiği



Şekil 3.32. İtalya CUSUM Q grafiği

CUSUM istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir. 2009 ve 2010 CUSUM Q güven sınırını aşmışsa da test genel olarak istikrarlı ve sağlıklıdır.

Kanada test sonuçları

Çizelge 3.37. Kanada verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Geniştirilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.740029	-2.835350	3.181689	-1.024421	-2.384674	5.890
LUÖST	-0.293561	-2.240240	2.348949	-0.271554	-2.318237	2.414511
LUaÖST	-0.988835	-1.518191	4.713687	-0.871345	-2.569275	5.802605
ΔLGSYH	-5.277542***	-5.254141***	-3.969491***	-5.010800***	-4.976297***	-3.885398***
ΔLUÖST	-8.232279***	-8.189973***	-7.744069***	-8.223109***	-8.178488***	-7.746369***
ΔLUaÖST	-11.90702***	-11.89905***	-1.627911*	-13.56023***	-14.41112***	-9.520053***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UÖST ve UaÖST değişkenleri birinci seviyesinde I(1) durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.38. Kanada ARDL test sonuçları

ARDL(2,0,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	1.256131	0.503263	2.495974	0.0150
	LGSYIH (-1)*	-0.103897	0.041948	-2.476809	0.0157
	LUÖSTSSA	0.006655	0.004267	1.559679	0.1234
	LUaÖSTSSA	0.009746	0.004438	2.196131	0.0314
	D(GSYH(-1))	0.495748	0.104790	4.730885	0.0000
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	0.064052	0.028947	2.212724	0.0302
	UaÖSTSSA	0.093803	0.021914	4.280578	0.0001
	C	12.09012	0.164641	73.43306	0.0000
Kritik Değerler	F= 4.250383	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

Çizelge 3.38 göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre %99 anlamlılık düzeyde anlamlıdır. Buna göre Kanada'da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır. (UÖSTS, UaÖSTS) ile GSYH arasındaki doğrusal ve pozitif ilişki mevcuttur.

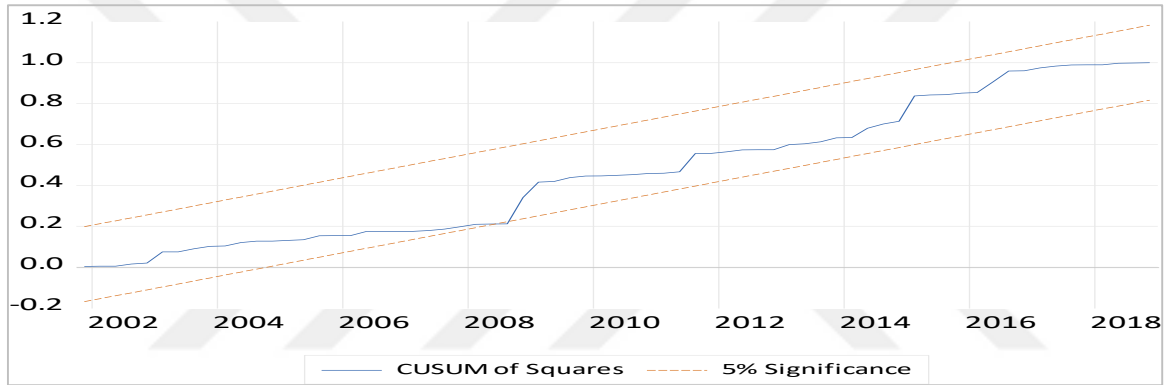
Çizelge 3.39. Kanada otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.320073	0.7272	0.7046

Fransa otokorelasyon sonuçları otokorelasyon problemi içermediği ve sonuçlar güvenilir olduğunu göstermektedir.



Şekil 3.33. Kanada CUSUM grafiği



Şekil 3.34. Kanada CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q test sonucuna göre oluşturulan model istikrarlı ve sonuçları güvenilirlerdir.

3.2.3.2. BRİCS ülkeleri

Brezilya test sonuçları

Çizelge 3.40. Brezilya verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
GSYH	-1.769268	-0.728557	1.749902	-1.976964	-0.480790	2.242235
UÖSTS	-1.445719	-0.408902	-0.457074	-2.143913	-3.293229**	-0.940527
UaÖSTS	-1.123352	-0.882449	0.235745	-1.029315	-1.004115	0.306364
ΔGSYH	-5.243842***	-5.544386***	-4.730169***	-5.203475***	-5.544386***	-4.650547***
ΔUÖSTS	-16.63269***	-16.80342***	-16.75767***	-16.68270***	-17.41951***	-16.80302***
ΔUaÖSTS	-4.355089***	-4.399439***	-4.275721***	-4.427971***	-4.468641***	-4.332214***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tüm serilerinin birinci seviyede durağan olmadıkları göstermektedir. Seriler birinci derecede durağan olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

Çizelge 3.41. Brezilya ARDL test sonuçları;(2002q1-2018q4)

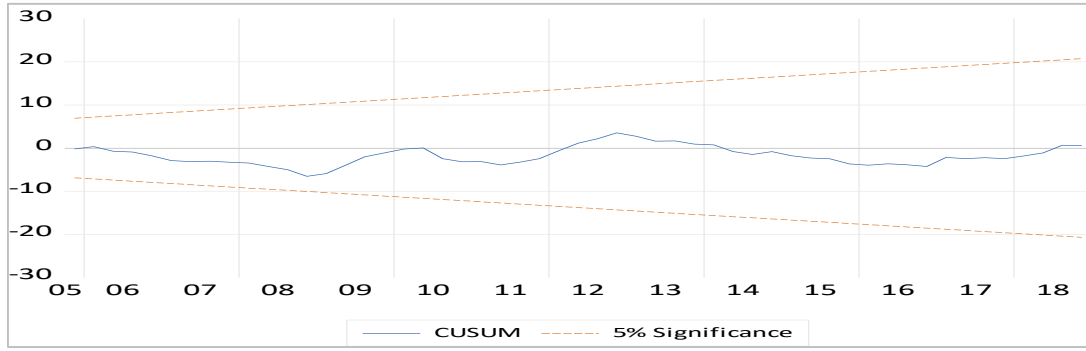
ARDL(2,2,4)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	36835.25	74620.75	0.493633	0.6236
	GSYIH (-1)*	-0.009654	0.036097	-0.267445	0.7902
	UÖSTSSA(-1)	-0.022412	0.045996	-0.487262	0.6281
	UaÖSTSSA(-1)	0.076216	0.224721	0.339159	0.7358
	D(GSYH(-1))	0.259368	0.123966	2.092257	0.0412
	D(UÖSTSSA)	0.058653	0.027743	2.114727	0.0392
	D(UÖSTSSA(-1))	0.087426	0.034192	2.556903	0.0135
	D(UaÖSTSSA)	1.724875	0.978210	1.763297	0.0836
	D(UaÖSTSSA(-1))	0.951206	0.965641	0.985051	0.3291
	D(UaÖSTSSA(-2))	2.026547	0.950946	2.131085	0.0377
	D(UaÖSTSSA(-3))	-2.383092	0.936655	-2.544258	0.0139
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	-2.321563	12.47443	-0.186106	0.8531
	UaÖSTSA	7.894880	28.68502	0.27522	0.7842
	C	3815641	6644032	0.574290	0.5682
Kritik Değerler	F= 1.628067	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

Yukardaki sonuçlara göre hata terimi negatif ve sıfır ile -iki arasında olmakta ancak p değeri anlamlı değildir. Ayrıca F istatistik değeri peseran kritik değerlerine göre anlamsız olduğu ortaya çıktı. Dolayısıyla değişkenler anlamsız ve uzun dönem ilişki olmadığı ortaya çıktı.

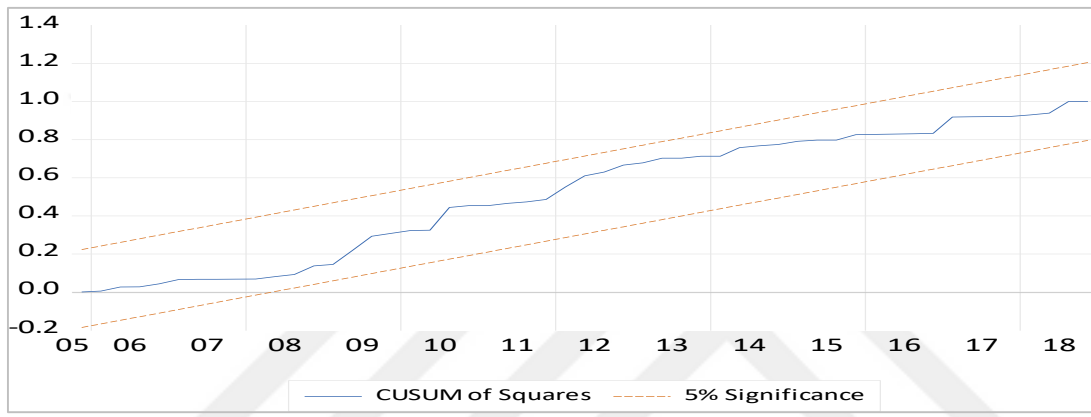
Çizelge 3.42. Brezilya otokorelasyon sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.223781	0.8003	0.7570

Otokorelasyon sonuçları değişkenler arasında otokorelasyon sorunu içermediği ver model sonuçları güvenilirdir.



Şekil 3.35. Brezilya CUSUM grafiği



Şekil 3.36. Brezilya CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q test sonucuna göre oluşturulan model istikrarlı ve sonuçları güvenilirlerdir.

Rusya test sonuçları

Çizelge 3.43. Rusya verileri için birim kök testi (2004-1Q-2018-4Q)

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Phillips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-2.396054	-2.554299	1.251355	-2.964046**	-2.221891	2.197112
LUÖSTS	-4.820210***	-2.978387	3.402580	-4.820210***	-2.978387	2.410106
LUaÖSTS	-2.889878*	-1.216565	1.496593	-2.755714*	-0.765632	1.829163
ΔLGSYH	-3.286651***	-3.500330***	-3.025450***	-3.250457***	-3.489450*	-2.965479***
ΔLUÖSTS	-5.722913***	-6.450790***	-5.087107***	-5.742766***	-6.470327***	-5.076964***
ΔLUaÖSTS	-4.678855***	-5.532923***	-4.296088***	-4.577076***	-5.532923***	-4.136383***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UÖST ve UaÖST birinci farkında I(1) durağan olduklarını göstermektedir.

Çizelge 3.44. Rusya ARDL test sonuçları; (2004q1-2018q4)

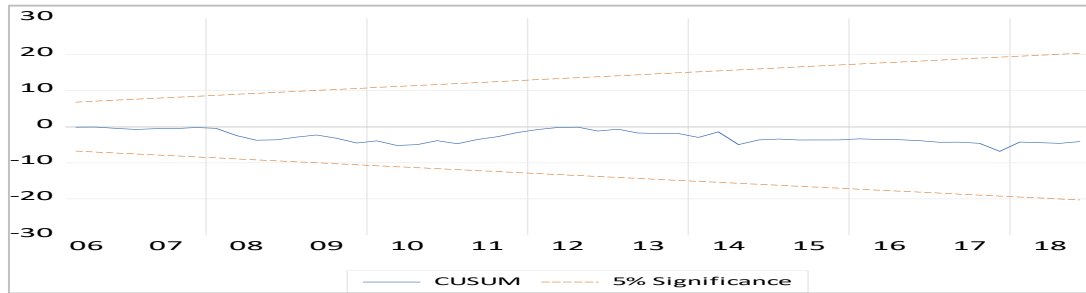
ARDL(3,0,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	3.285.722	0.658729	4.987.972	0.0000
	GSYIH (-1)*	-0.242247	0.049243	-4.919.391	0.0000
	UÖSTSSA	0.018869	0.004690	-4.919.391	0.0000
	UaÖSTSSA	0.011806	0.005816	2.029.922	0.0476
	D(GSYIH (-1))	0.490343	0.118001	4.155.396	0.0001
	D(GSYIH (-2))	0.246352	0.123770	1.990.395	0.0519
Uzun Dönem Katsayıları	LUÖSTSA	0.077891	0.014614	5.329.998	0.0000
	LUaÖSTSA	0.047836	0.018780	2.595.170	0.0123
	C	1.356.353	0.096570	1.404.529	0.0000
Kritik Değerler	F= 7.784625	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2,63	3,35	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3,1	3,87		
	%2.5	3,55	4,38		
	1%	4,23	5,1		

Yukardaki çizelge sonuçlarına göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak %99 anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre %95 anlamlılık düzeyde anlamlıdır. Buna göre Rusya’da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır. (UÖST, UaÖSTS) ile GSYH arasındaki doğrusal ve pozitif ilişki mevcuttur.

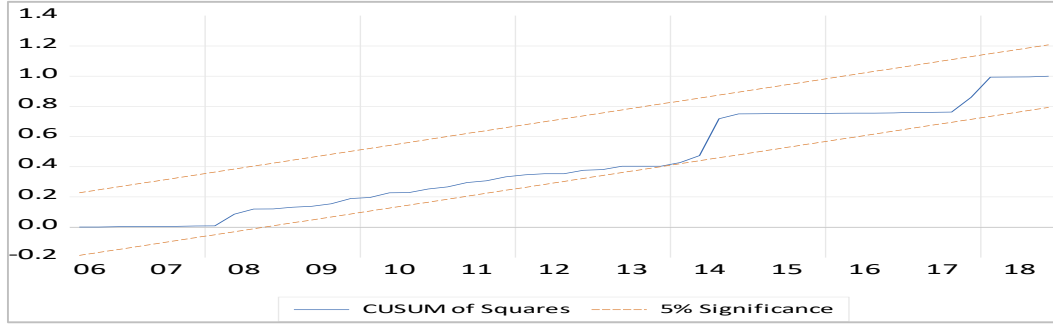
Çizelge 3.45. Rusya otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.128409	0.8798	0.8619

Otokorelasyon test sonucuna göre oluşturulan model istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir.



Şekil 3.37. Rusya CUSUM grafiği



Şekil 3.38. Rusya CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q test sonucuna göre oluşturulan model istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir.

Hindistan test sonuçları

Çizelge 3.46. Hindistan verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	0.646192	-2.854517	14.97551	0.544767	-3.083421	13.23411
LUaÖSTS	-0.926825	-2.379077	2.862874	-0.985303	-1.307313	1.887881
ΔLGSYH	-8.003432***	-7.959081***	-1.097558	-8.032667***	-7.993650***	-2.733007***
ΔLUaÖSTS	-7.187407***	-7.171929***	-1.807004*	-7.725139***	-7.707711***	-7.222452***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UÖST ve UaÖST birinci seviyesinde I(1), durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.47. Hindistan ARDL test sonuçları

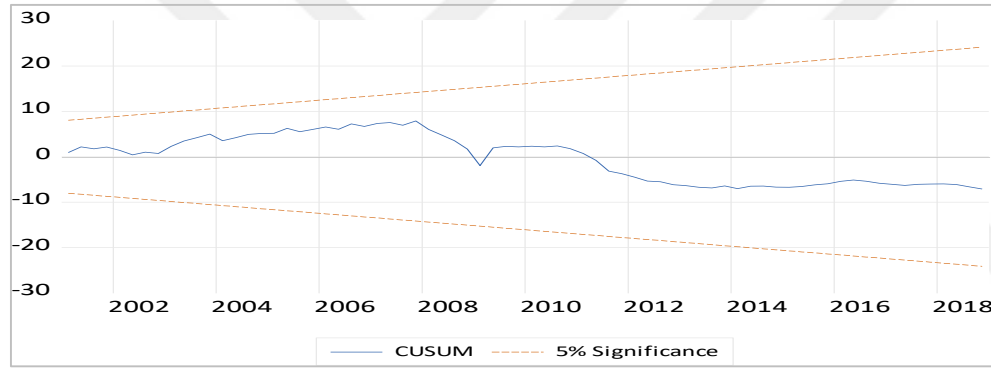
ARDL(2,4)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.017546	0.077531	0.226312	0.8216
	GSYIH (-1)*	-0.000911	0.006663	-0.136715	0.8916
	LUaÖSTSSA(-1)	0.001381	0.002922	0.472455	0.6378
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSSA	1.516096	8.342049	0.0181741	0.8563
	C	19.26039	58.69193	0.328161	0.7437
Kritik Değerler	F= 73.12989	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşik değil ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Yukardaki tablo sonuçlarına göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak %95 anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre %99 anlamlılık düzeyde anlamlı değildir. Buna göre Hindistan’da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki yoktur.

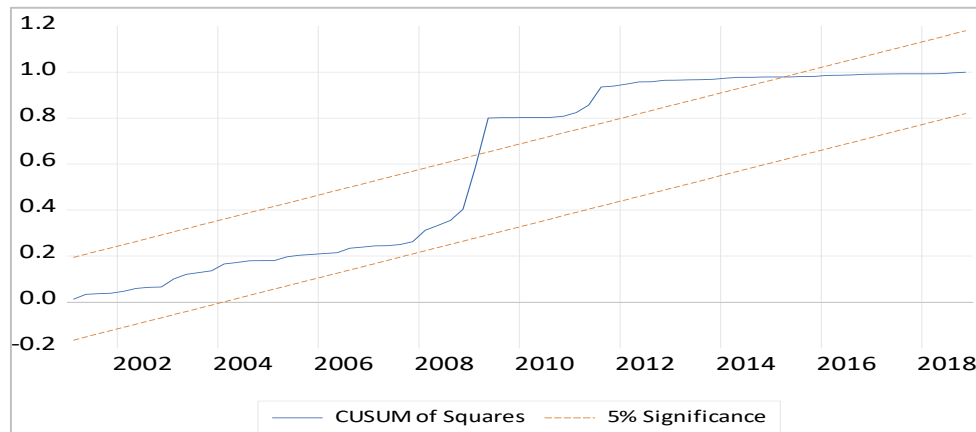
Çizelge 3.48. Hindistan otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.648822	0.5258	0.5053

Değişkenler otokorelasyon içermediği görülmektedir.



Şekil 3.39. Hindistan CUSUM grafiği



Şekil 3.40: Hindistan CUSUM Q grafiği

CUSUM istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir. 2009-2013 yılları arası CUSUM Q testi güven sınırı aşmış ise model genel olarak istikrarlı ve sağlıklıdır. Ayrıca modelin otokorelasyon sorunu olmadığına göre sonuçlara güvenilebilir.

Çin test sonuçları

Çizelge 3.49. Çin verileri için birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Geniştirilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Phillips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.776917	-1.944383	5.363975	-1.078057	-1.728785	12.47403
LUÖST	-2.488308	-0.118270	2.975842	-3.749590	-5.601053***	2.079662
LUaÖST	1.769679	-1.676547	4.087783	1.769679	-1.676547	3.956454
ΔGSYH	-6.377515***	-6.373369***	-2.809020***	-6.297516***	-6.254836***	-2.520636***
ΔUÖST	-15.51998***	-10.41836***	-4.535323***	-1.40635***	-18.46168***	-13.58632***
ΔUaÖST	-7.719083***	-8.255627***	-6.619514***	-7.705458***	-8.247048***	-6.841001***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UAOS ve UOST birinci seviyesinde $I(1)$, durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.50. Çin ARDL test sonuçları

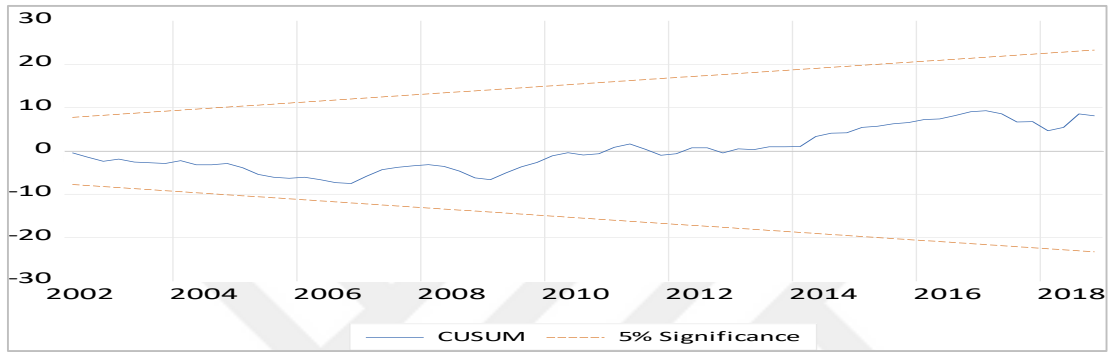
ARDL(2,1,1)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.569341	0.356066	1.598976	0.1145
	GSYIH (-1)*	-0.045821	0.030015	-1.526612	0.1316
	LUÖSTSSA(-1)	0.014348	0.010265	1.397722	0.1668
	LUaÖSTSSA(-1)	0.006945	0.005842	1.188684	0.2388
	D(LGSYH(-1))	0.290078	0.114382	2.536271	0.0135
	D(LUÖSTSSA)	-0.002635	0.001661	-0.247124	0.8056
	D(LUaÖSTSSA)	-0.030877	0.021574	-1.431226	0.1570
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	0.313122	0.067023	4.671841	0.0000
	UaÖSTSA	0.151562	0.087178	1.738532	0.0867
	C	12.42533	0.599440	20.72823	0.0000
Kritik Değerler	F= 58.30134	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşik değildir uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

ARDL test sonuçlarına göre baz aldığımız dönemde zaman serileri hata terimi katsayısı negatif ancak anlamlı değil ve F değeri ise Pesaran kritik değerlerine göre anlamlıdır. Dolayısıyla değişkenler eşbütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.

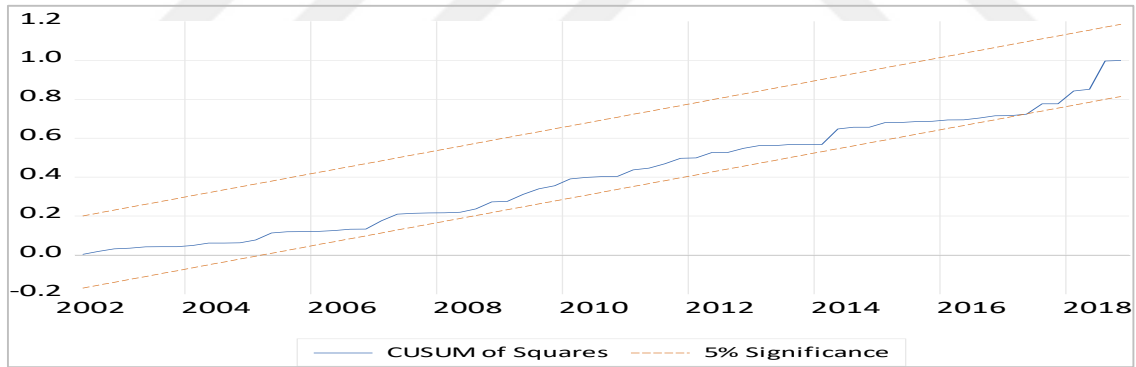
Çizelge 3.51. Çin otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	K-Kare Değeri
2	0.565498	0.5708	0.5311

Çin otokorelasyon test sonuçlarına göre model otokorelasyon sorunu içermemekte ve güvenilirirdir.



Şekil 3.41. Çin CUSUM grafiği



Şekil 3.42. Çin CUSUM Q grafiği

Çin CUSUM ve CUSUM Q grafiğine göre model istikrarlı ve güvenilir olduğunu göstermektedir.

Güney Afrika test sonuçları

Çizelge 3.52. Güney Afrika birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-2.354042	-0.660043	3.276651	-2.770588*	-0.404759	5.478987
LUÖSTS	-1.732322	-3.690180***	-0.194595	-1.797277	-3.864764***	-0.194259
LUaÖSTS	-8.284665***	-8.298989***	-8.340298***	-0.894960	-1.541863	1.000901
ΔLGSYH	-4.657358***	-5.291000***	-3.056382***	-4.657358***	-5.312405***	-2.817195***
ΔLUÖSTS	-8.283***	-14.28560***	-8.339854***	-8.284665***	-8.298989***	-8.340298***
ΔLUaÖSTS	-8.716129***	-8.660772***	-8.622275***	-8.732225***	-8.680050***	-8.656257***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre GSYH birinci derecede, UOST seviyesinde ve UaÖST birinci derecede durağandılar ve verilerin $I(0)$ ve $I(1)$ karışımında durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre seriler ARDL sınır testi seriler için uygun yöntemdir.

Çizelge 3.53. Güney Afrika ARDL testi

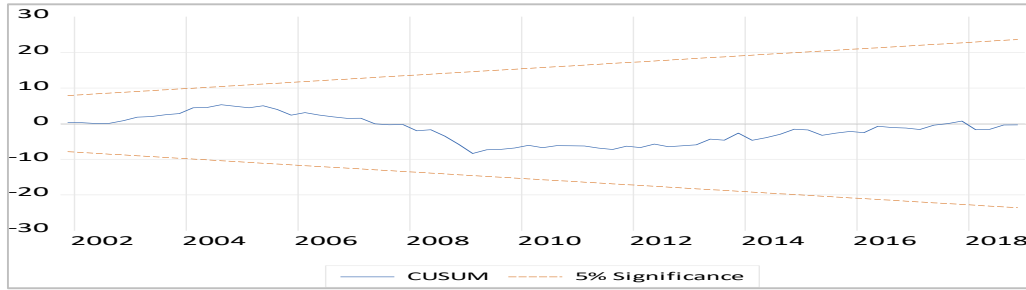
ARDL(2,0,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.220765	0.134214	1.644873	0.1045
	LGSYIH (-1)*	-0.020520	0.011677	-1.757251	0.0833*
	LUÖSTSSA	0.006850	0.003064	2.235561	0.0286
	LUaÖSTSSA	-0.001998	0.001812	-1.102475	0.2741
	DLGSYIH (-1)	0.362913	0.108683	3.339178	0.0014
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	0.333825	0.188768	1.768446	0.0814*
	UaÖSTSSA	-0.097344	0.126795	-0.767729	0.4453
	C	10.75852	0.952279	11.29766	0.0000
Kritik Değerler	F= 5.761358	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

Yukardaki çizelge sonuçlarına baktığımızda hata terimi -0.020520 ve istatistik olarak anlamlıdır. F istatistik değeri 5.761358 Pesaran tablo değerlerine göre anlamlı seriler arasında eşbütünleşik olmasına rağmen uzun dönem ilişki vardır.

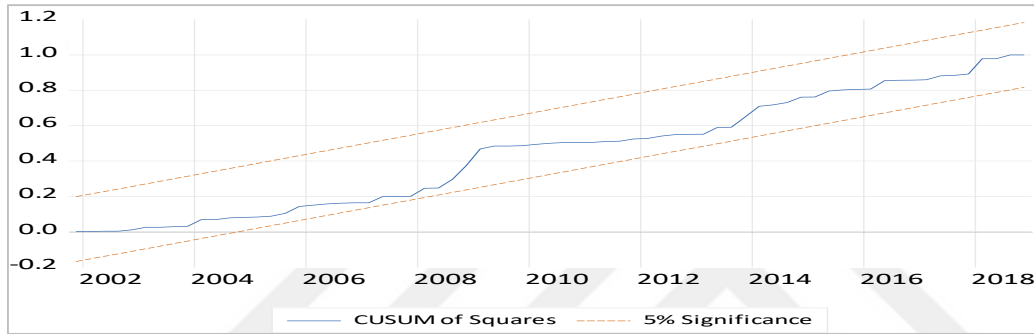
Çizelge 3.54. Güney Afrika otokorelasyon LM test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.118749	0.8882	0.8775

Model otokorelasyon problemi içermediği görülmekte ve sonuçlar güvenlidir.



Şekil 3.43. Güney Afrika CUSUM grafiği



Şekil 3.44. Güney Afrika CUSUM Q grafiği

Güney Afrika CUSUM ve CUSUM Q grafiğine göre model istikrarlı ve güvenilir olduğunu göstermektedir.

3.2.3.3. MİKTA ülkeleri

Meksika test sonuçları

Çizelge 3.55. Meksika birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	0.167958	-2.850584	2.630983	0.071511	-2.077342	2.922227
LUÖSTS	-0.003709	-1.692387	1.393016	-0.011173	-1.783313	1.390547
LUaÖSTS	-0.798584	-0.915103	4.485173	-0.775673	-1.336539	3.687857
ΔLGSYH	-5.545281***	-5.566047***	-4.210440***	-4.328108	-4.305163***	-4.113632***
ΔLUÖSTS	-3.645354***	-3.582983***	-3.457733***	-3.636814***	-3.582983***	-3.457733***
ΔLUaÖSTS	-6.074666***	-6.125686***	-2.638648***	-6.145435***	-6.175822***	-4.872693***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UOST ve UaÖST birinci fakında I(1) durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.56. Meksika ARDL test sonuçları; 2006Q-20184Q4

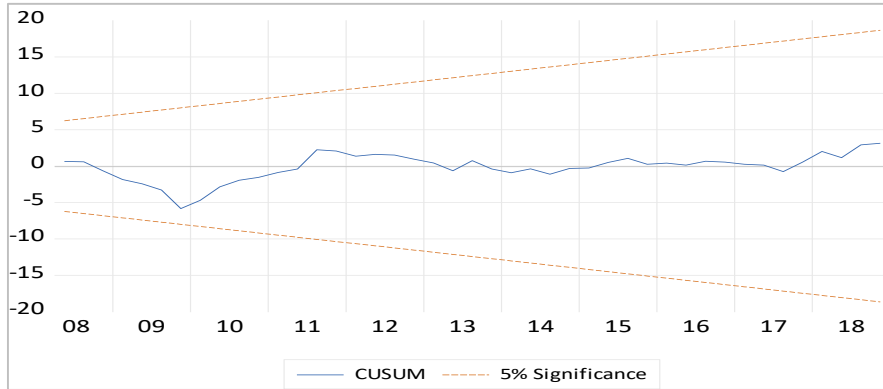
ARDL(2,2,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	3.817.039	0.921123	4.143.895	0.0002
	GSYIH (-1)*	-0.261747	0.061702	-4.242.126	0.0001
	LUÖSTSSA(-1)	-0.041889	0.014308	-2.927.619	0.0054
	LUaÖSTSSA(-1)	0.041517	0.010258	4.047.448	0.0002
	D(GSYIH (-1))	0.536402	0.125883	4.261.127	0.0001
	D(LUÖSTSSA)	-0.001680	0.006365	-0.268105	0.7899
	D(LUaÖSTSSA(-1))	0.054857	0.012474	4.397.847	0.0001
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	-0.160038	0.033500	-4.777.246	0.0000
	UaÖSTSSA	0.158614	0.012418	1.277.248	0.0000
	C	1.458.293	0.285031	5.116.266	0.0000
Kritik Değerler	F= 5.995772	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2,63	3,35	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3,1	3,87		
	%2.5	3,55	4,38		
	1%	4,13	5		

Çizelge 3.56 sonuçlarına göre hata terimi katsayısı (-0.261747) negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlıdır. Sınır testi sonucunda F ve T istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre anlamlı ve Pesaran kritik tablo değerlerinden sınırları içerisinde yer alma. Buna görktadır. Meksika'da baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır.

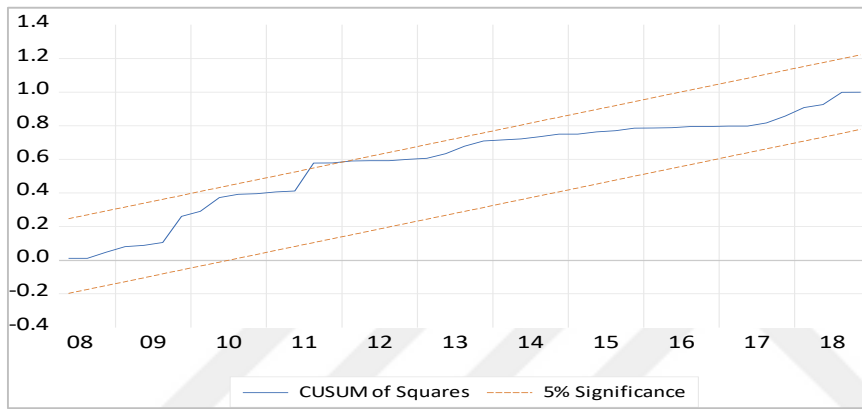
Çizelge 3.57. Meksika otokorelasyon LM Test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.445575	0.6435	0.5875

Model otokorelasyon sorunu içermediği ve güveniliridir.



Şekil 3.45. Meksika CUSUM grafiği



Şekil 3.46. Meksika CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q grafiğine göre model istikrarlı ve güvenilir olduğunu göstermektedir.

Endonezya test sonuçları

Çizelge 3.58. Endonezya verileri için birim kök test sonuçları; (2000Q2-2018Q4)

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.022942	-2.008590	24.23843	-0.008472	-1.961285	27.72937
LUÖSTS	-1.484407	-2.214487	0.841704	-1.410016	-2.126613	0.981446
LUaÖSTS	0.483858	-2.462641	1.846966	0.505559	-2.452758	1.863735
ΔLGSYH	-9.115927***	-9.075561***	-0.307885***	-9.164013***	-9.134231***	-2.154490***
ΔLUÖSTS	-8.940240***	-8.880164***	-8.897337***	-8.993450***	-8.933024***	-8.917342***
ΔLUaÖSTS	-8.506160***	-8.871150***	-8.211341***	-8.525697***	-8.779477***	-8.285472***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Çizelgeye göre GSYH, UÖSTS ve UaÖSTS birinci farkında I(1) duraganlar. Buna göre ARDL sınır testi seriler için uygun yöntemdir.

Çizelge 3.59. Endonezya ARDL test sonuçları; (2000q2-2000q4)

ARDL(4,2,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	-0.024402	0.087322	-0.279448	0.7808
	LGSYIH (-1)*	0.002589	0.007700	0.336208	0.7378
	LUÖSTSSA(-1)	0.000974	0.001355	0.718906	0.4749
	UaÖSTSSA	-0.001206	0.001459	-0.826844	0.4115
	D(GSYIH (-1))	0.092523	0.098106	0.943094	0.3493
	D(GSYIH (-2))	0.188731	0.085959	2195602	0.0319
	D(GSYIH (-3))	-0.213227	0.079807	-2671789	0.0096
	D(LUÖSTSSA)	0.002849	0.001797	1585446	0.1180
	D(LUÖSTSSA(-1))	-0.003227	0.001679	-1921927	0.0592
Uzun Dönem Katsayıları	LUÖSTSSA	-0.376222	1593194	-0.236144	0.8141
	LUaÖSTSA	0.465868	0.862796	0.539952	0.5912
	C	9426418	5986446	1574627	0.1204
Kritik Değerler	F=8.033532	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2,63	3,35	Eş bütünleşik değildir ve Uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3,1	3,87		
	%2.5	3,55	4,38		
	1%	4,13	5		

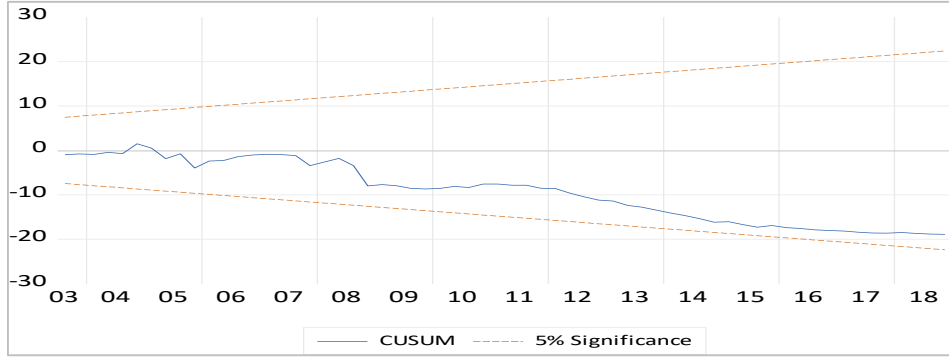
Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir

ARDL test sonuçlarına baktığımızda hata terimi 0.002589 ve istatistik olarak anlamlı değildir. F istatistik sınır test değeri Pesara tablo değerinden fazla ve %99 güvenlilik düzeyinde anlamlı olsa da eşbütünleşik değildir. Buna göre değişkenler arasında uzun dönem ilişki yoktur.

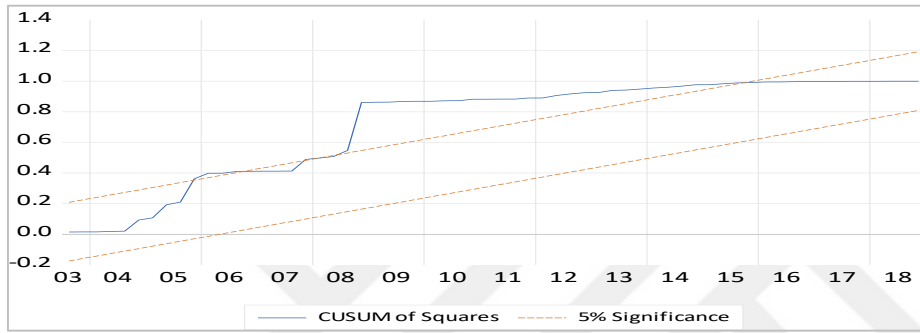
Çizelge 3.60. Endonezya otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-Statistik	P-Değer	Ki Kare
2	2.566.490	0.0852	0.0610

Otokorelasyon içermediği görülmektedir ve sonuçlar güvenilebilir.



Şekil 3.47. Endonezya CUSUM grafiği



Şekil 3.48. Endonezya CUSUM Q grafiği

CUSUM istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir. 2008-2013 yılları arası CUSUM Q testi güven sınırı aşmış ise model genel olarak istikrarlı ve sağlıklıdır. Ayrıca modelin otokorelasyon sorunu olmadığına göre sonuçlara güvenilebilir.

Güney Kore test sonuçları

Çizelge 3.61. Güney Kore birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Phillips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
GSYH	-1.718133	-1.757231	8.844072	-1.709985	-1.981809	7.842760
UÖST	-0.702277	-6.718906***	1.362203	-1.503015	-6.808376***	0.922163
UaÖST	-1.029946	-7.721226***	1.237297	-1.622963	-7.753599***	1.062749
ΔGSYH	-6.640616***	-6.679536***	-2.739191***	-6.672460***	-6.679916***	-3.989702***
ΔUÖST	-9.359901***	-9.288812***	-9.087893***	-17.49522***	-17.36844***	-14.95574***
ΔUaÖST	-9.629297***	-9.550359***	-9.309854***	-29.63196***	-29.55005***	-18.36933***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UÖST ve UaÖST birinci seviyesinde (I(1)) durağan olduklarını göstermektedir. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.62. Güney Kora ARDL test sonuçları; (2006q2-2018q4)

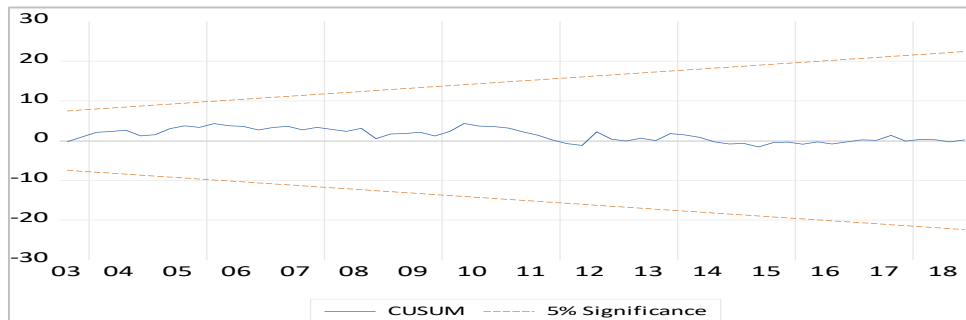
ARDL(1,1,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	38671.49	17358.30	2.227838	0.0295
	GSYIH (-1)*	-0.034601	0.020124	-1.719356	0.0905
	UÖSTSSA	0.035849	0.015751	2.275986	0.0263
	UaÖSTSSA	0.017709	0.047284	0.374536	0.7093
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	1.036066	0.415896	2.491168	0.0154
	UaÖSTSSA	0.511823	1.163617	0.439855	0.6616
	C	1117649	213051.2	5.245917	0.0000
Kritik Değerler	F= 25.34570	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

Çizelge 3.62 sonuçlarına baktığımızda hata terimi -0.034601 (sıfırdan küçük eksi iki den büyük) ve istatistik olarak anlamlıdır. F ve T istatistik sınır testlerine baktığımızda bu değerler Pesaran tablosu değerlerinden F de %99 güvenlilik düzeyinde ve T istatistik değeri %90 düzeyinde fazladır ve eşbütünleşiktir. Ancak ulusal özel sektör tahvil ile GSYH arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmaktadır. Uluslararası özel sektör ile ekonomi büyüme arasında herhangi bir ilişki bulunmadığı görülmektedir.

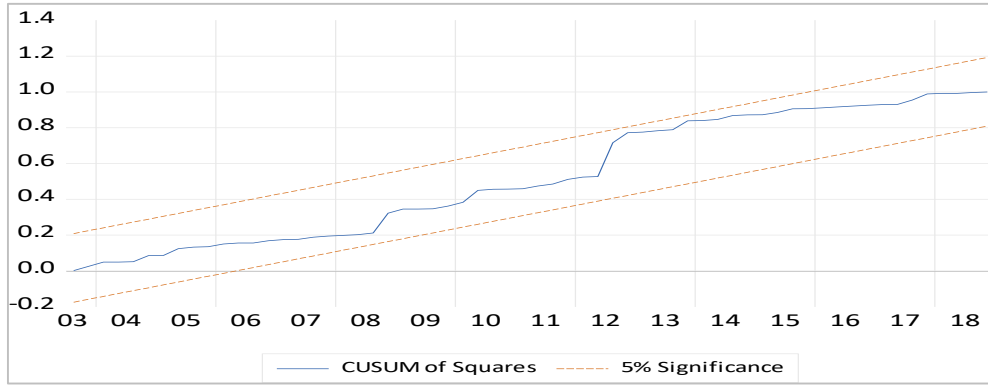
Çizelge 3.63. Güney Kore LM otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.152685	0.8587	0.8461

Otokorelasyon test sonuçlarına göre otokorelasyon sorunu içermemektedir.



Şekil 3.49. Güney Kore CUSUM grafiği



Şekil 3.50. Güney Kore CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q testine göre model istikrarlıdır. Model sonuçları güvenilirdir.

Avustralya test sonuçları

Çizelge 3.64. Avustralya birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
GSYH	0.662623	-3.414295	14.31399	0.798182	-3.414295***	14.34058
UÖSTS	-1.560207	-0.492561	0.750702	-1.569781	-0.359897	0.659255
UaÖSTS	-1.400465	-1.384290	1.676746	-1.572066	-1.172568	1.837151
ΔGSYH	-8.505962***	-8.521056***	-1.818226***	-8.534968***	-8.558308***	-3.006624***
ΔUÖSTS	-7.640090***	-7.827520***	-7.480574***	-7.585227***	-7.816812***	-7.477273***
ΔUaÖSTS	-8.739290***	-8.815751***	-8.142132***	-8.947429***	-9.673728***	-8.153727***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

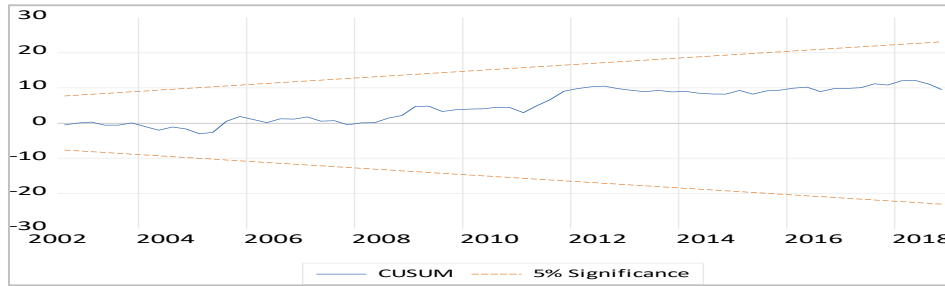
GSYIH, UOTS ve UaÖST birinci derecede duragan oldukları görülmektedir.

Çizelge 3.65. Avustralya ARDL test sonuçları

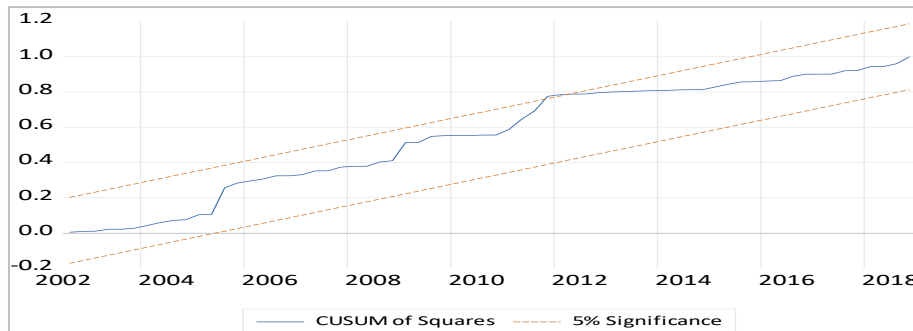
ARDL(1,3,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	10905.25	6.976.861	1.563.059	0.1228
	GSYIH (-1)*	-0.009403	0.011800	-0.796879	0.4284
	UÖSTSSA(-1)	-0.007241	0.007312	-0.990208	0.3257
	UaÖSTSSA	0.011697	0.010367	1.128.377	0.2632
	D(UÖSTSSA)	-0.004973	0.013117	-0.379138	0.7058
	D(UÖSTSSA)(-1)	0.020421	0.011098	1.840.008	0.0703
	D(UÖSTSSA)(-2)	-0.023425	0.011232	-2.085.565	0.0409
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	-0.770010	0.884595	-0.870466	0.3872
	UaÖSTSSA	1.243.974	0.895134	1.577.083	0.1196
	C	115973	735364.5	1.577.083	0.1196
Kritik Değerler	F= 50.55461	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	2.63	3.35	Eş bütünleşik değildir ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.1	3.87		
	%2.5	3.55	4.38		
	1%	4.13	5		

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Çizelge 3.65 sonuçlarına göre hata terimi -0.009403 yani eksi 2 ile 0 arasında ve istatistik olarak %99 güvenlilik düzeyinde anlalı değildir. Sınır testi F istaestikine baktığımızda Pesaran tablosu sınır değerlerinde oldukça büyüktür. Buna göre değişkenler eşbütünleşik değildir ve uzun döenm ilişki yoktur.



Şekil 3.51. Avustralya CUSUM grafiği



Şekil 3.52. Avustralya CUSUM Q grafiği

Türkiye test sonuçları

Çizelge 3.66. Türkiye verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
GSYH	0.336696	-2.322445	2.259837	0.247976	-2.644074	3.007053
UÖSTS	-1.041483	-1.031659	0.700913	-1.068118	-1.031659	0.539242
UaÖSTS	1.345161	-1.778274	3.263522	1.345161	-1.732979	3.459103
Δ GSYH	-5.765012***	-5.6946772***	-3.107626***	-5.765508***	-5.695803***	-5.142475***
Δ UÖSTS	-5.139989***	-5.131049***	-4.905814***	-5.004477***	-4.981075***	-4.902387***
Δ UaÖSTS	-7.153520***	-7.816976***	-5.929458***	-7.159879***	-7.186976***	-6.200075***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış GSYH, UÖST ve UaÖST zaman serileri birinci seviyesinde I(1) durağan olmaktadır. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.67. Türkiye ARDL test sonuçları

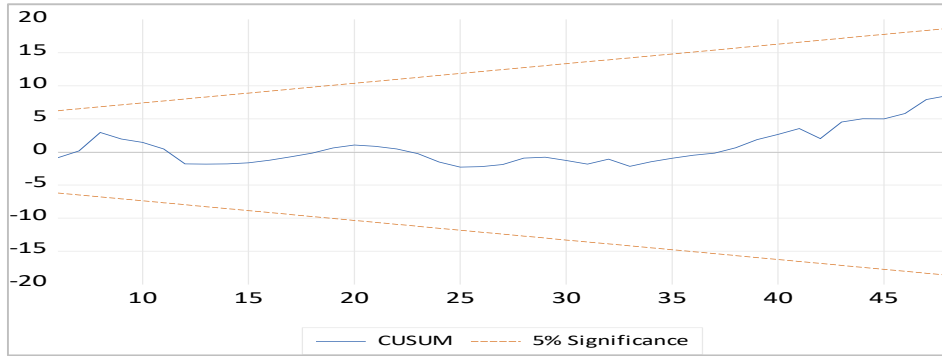
ARDL(1,0,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	377137.2	137593.3	2.740956	0.0089
	GSYIH (-1)*	-0.317563	0.116423	-2.727666	0.0092
	UÖSTSSA	4.654364	1.369503	3.398578	0.0015
	UaÖSTSSA	2.637777	1.034276	2.550360	0.01440
Uzun Dönem Katsayıları	UÖSTSSA	14.65651	3.248447	4.511852	0.0000
	UaÖSTSSA	8.306313	0.820002	10.12963	0.0000
	C	1187598	22079.44	5378753	0.0144
Kritik Değerler	F= 8.512535	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşik ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.62	4.16		
	%2.5	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Türkiye ARDL sonuçlarına göre hata terimi -0.317563 katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre %99 anlamlılık düzeyde anlamlıdır. Buna göre Türkiye’de baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır. UÖSTS, UaÖSTS ve GSYIH arasında doğrusal ve pozitif ilişki bulunmaktadır.

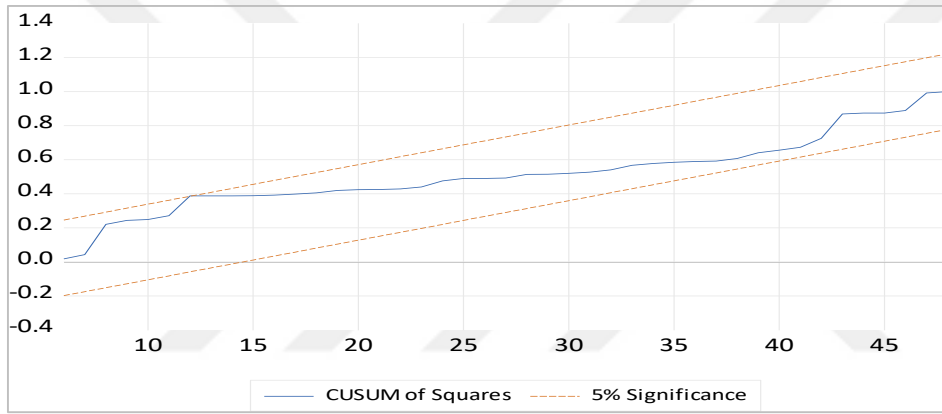
Çizelge 3.68. Türkiye otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.167528	0.8463	0.8266

Otokorelasyon test sorunu olmadığı görülmektedir.



Şekil 3.53. Türkiye CUSUM grafiği



Şekil 3.54. Türkiye CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q test sonucuna göre oluşturulan model istikrarlı ve sonuçları güvenilirdir.

3.2.3.4. Arjantin ve Suudi Arabistan Ülkeleri

Arjantin test sonuçları

Çizelge 3.69. Arjantin verileri için birim kök testi

DEĞİŞKEN	Geniştirilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Phillips-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
LGSYH	-0.857162	-0.610007	1.066913	-0.987971	-1.412642	1.199646
LUaÖST	-1.476618	-1.444054	-0.020764	-1.652105	-1.307928	-0.072334
ΔLGSYH	-4.967303***	-4.982571***	-4.841408***	-5.000784***	-5.010123***	-4.863295***
ΔLUaÖST	-6.452327***	-7.081299***	-6.497221***	-6.555815***	-7.068178***	-6.598696***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre mevsimsellikten arındırılmış logaritmik GSYH, UÖST ve UaÖSTS I(1) düzeyinde durağandılar. Buna göre ARDL sınır testi seriler için en uygun analiz yöntemidir.

Çizelge 3.70. Arjantin ARDL test sonuçları

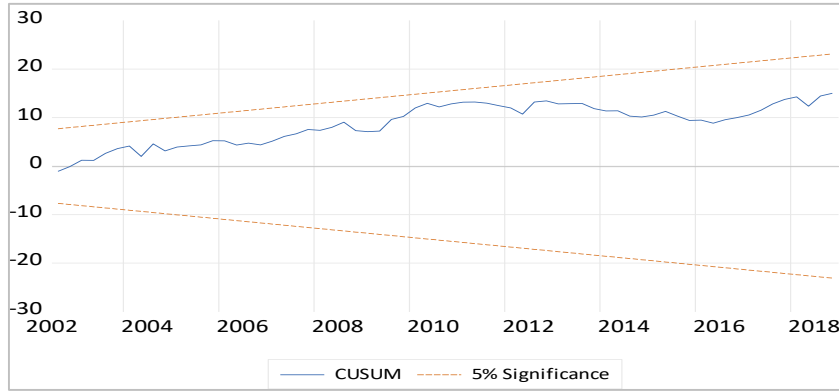
ARDL(2,3)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	0.677813	0.218366	3.104017	0.0028
	LGSYIH (-1)*	-0.033704	0.013926	-2.420307	0.0183
	LUaÖSTSSA(-1)	-0.023591	0.008205	-2.875205	0.0054
	D(LGSYIH(-1))	0.365709	0.107360	3.406399	0.0011
	D(LUaÖSTSSA)	-0.002771	0.028009	-0.106912	0.9158
	D(LUaÖSTSSA(-1))	0.046108	0.028658	-0.106912	0.1124
	D(LUaÖSTSSA)(-2))	0.049667	0.029984	1.656482	0.1024
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSSA	-0.699933	0.332151	-2.107272	0.0389
	C	20.11069	3.156250	6.371702	0.0000
Kritik Değerler	F= 4.250390	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünleşiktir ve uzun dönem ilişki vardır.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Sonuçlara göre hata terimi katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve istatistik olarak anlamlı değildir ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri %95 Pesaran kritik tablosu değerlerinde anlamlıdır. Buna göre Arjantin’de baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır.

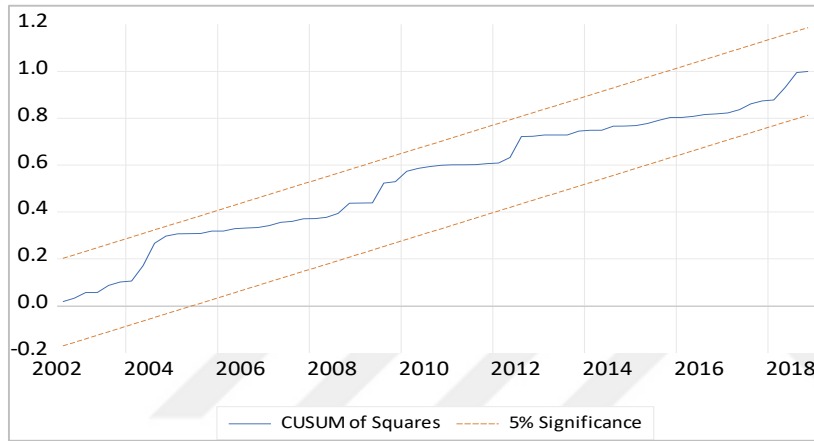
Çizelge 3.71. Arjantin otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	0.245310	0.7832	0.7575

Değişkenler otokorelasyon sorunu içermediği görülmektedir.



Şekil 3.55. Arjantin CUSUM grafiği



Şekil 3.56. Arjantin CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q testine göre model istikrarlıdır. Model sonuçları güvenilirdir.

Suudi Arabistan test sonuçları

Çizelge 3.72. Suudi Arabistan birim kök test sonuçları

DEĞİŞKEN	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF)			Philinps-Perron(PP)		
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	SABİTSİZ-TRENDSİZ
GSYH	-2.563859	-2.398334	3.197513	-4.346989***	-2.393967	3.223402
UaÖSTS	-2.486935	-2.332268	0.084111	-2.555566	-2.441655	0.095866
ΔGSYH	-6.577126***	-7.310716***	-4.996138***	-6.542212***	-7.408908***	-5.105901***
ΔUaÖSTS	-6.192834***	-6.294242***	-6.284527***	-6.192173***	-6.396463***	-6.284523***

Not: *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Birim kök test sonuçlarına göre seriler birinci derecede durağan olmaktadır.

Çizelge 3.73. Suudi Arabistan ARDL test sonuçları

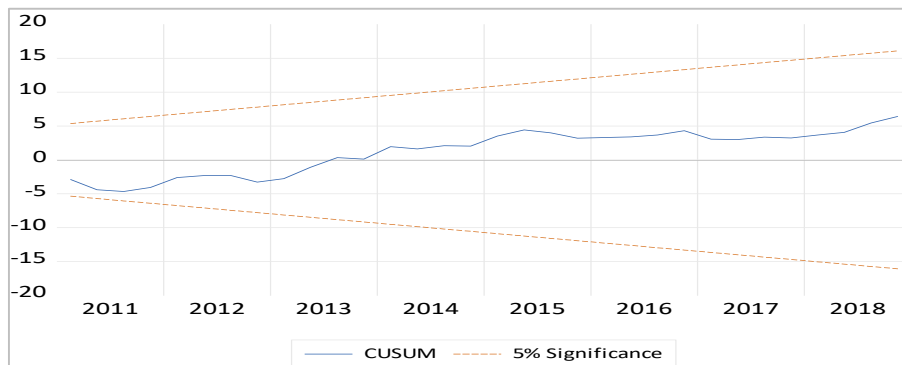
ARDL(1,0)	Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	P-değeri
Eşbütünleşme Katsayıları	C	223368.5	205940.6	1.084626	0.2862
	GSYH (-1)*	-0.074027	0.028641	-2.584612	0.0145
	UaÖSTSSA(-1)	-10935.31	21122.67	-0.517705	0.6082
Uzun Dönem Katsayıları	UaÖSTSSA	-147721.3	282307.3	-0.523264	0.6044
	C	3017408.	2613456	1.154566	0.2568
Kritik Değerler	F= 6.828207	I(0)	I(1)	Sonuç	
	10%	3.02	3.51	Eş bütünüştür ve uzun dönem ilişki yoktur.	
	5%	3.62	4.16		
	2.5%	4.18	4.79		
	1%	4.94	5.58		

Suudi Arabistan ARDL sonuçlarına göre hata terimi -0.074027 katsayısı negatif ve eksi iki ile sıfır arasında bir değer almıştır ve bu değer istatistik olarak anlamlıdır ve aynı şekilde sınır testi sonucunda F istatistik değerleri Pesaran kritik tablosuna göre %99 anlamlılık düzeyde anlamlıdır. Buna göre baz alınan değişkenler arasında uzun dönem ilişki vardır. UaÖSTS ve GSYH arasında doğrusal ve pozitif ilişki bulunmaktadır.

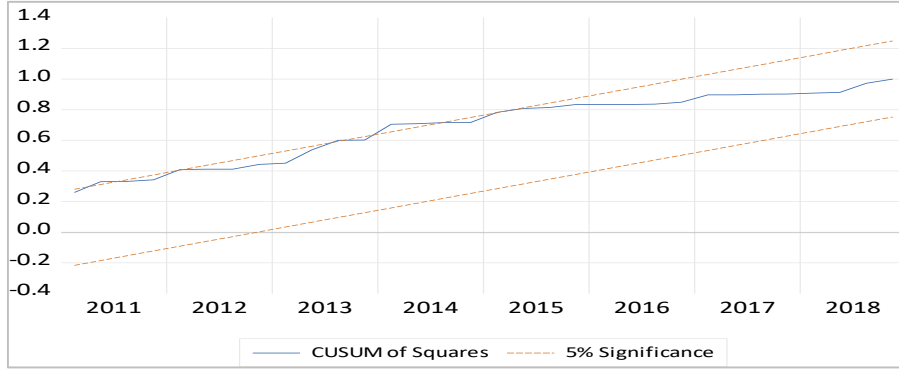
Çizelge 3.74. Suudi Arabistan otokorelasyon test sonuçları

Gecikme Uzunluğu	F-istatistik	P-Değer	Ki Kare
2	1.307056	0.2856	0.2459

Otokorelasyon test sonuçlarına göre otokorelasyon sorunu olmadığı görülmektedir.



Şekil 3.57. Suudi Arabistan CUSUM grafiği



Şekil 3.58. Suudi Arabistan CUSUM Q grafiği

CUSUM ve CUSUM Q grafiğine göre model istikrarlı ve güvenilir olduğunu göstermektedir.

3.2.4. G7 Ülkeleri Ampirik Bulgular

G7 ülkeleri ARDL modeli sonuçlarına göre Kanada ve İtalya özel sektör tahvil stoku GSYH ile anlamlı ve pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. 2007 dünya krizden etkileyen ülkeler günümüze gelindiğinde olumsuz etkilerinin hala devam ettiği görülmektedir. ABD, Avrupa ülkeleri ve Japonya krizden çıkış yollarını genişletici para politika ve düşük faiz politikası uygulanmasını benimsemiştir. Bugün ise söz konusu ülkelerinin sıfır faiz ve negatif faiz uygulamalarını devam ettirmektedir. Buda yatırımcı açıdan reel faiz oranı düşük seviyede ulaşması bu ülkelerde yatırım getiri dönüş oranı ve cazibesini azaldığı görülmektedir. Ayrıca son dönemde likidite bolluğu, Brexit gerçekleşme süreci ve ABD ile Çin ve Avrupa arasındaki ticaret gerginliği ilave sorunları getirmiştir.

2000-2018 yılları arası tahvil stoku yükselmiştir. G7 ülkeleri arasında finansal kuruluşları uluslararası tahvil piyasasında en çok İngiltere ve en az Japonya tahvil stokuna sahip olmuştur. Finansal olmayan kuruluşları uluslararası tahvil piyasasında en çok ABD ve en az Japonya tahvil stoku bulunmaktadır. Almanya, ABD ve İtalya finansal olmayan kuruluşları tahvil stoku finansal kuruluşlarının tahvil stokuna göre daha hızlı yükseldiği ve reel sektöre finanse edildiği görülmüştür.

3.2.5. BRİCS Ülkeleri Ampirik Bulgular

BRİCS ülkeler ARDL modeli sonuçlarına baktığımızda Rusya ve Güney Afrika ilişkisi bulunurken diğer ülkeler özel sektör tahvil stoku ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Brezilya kriz sonrası aldığı önlemler çerçevesinde cari işlemler dengesi ve bütçesi ilk geliştiren ülkeler arasında yer alması, yüksek vergi uygulamaları, güçlü bir iç piyasa ve yatırımlara cazip bir ülke olması diğer yandan bütçe açığı sürdüren ülke olarak özel sektör tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomi arasında ilişki bulunmadığı görülmektedir. Hindistan kamu harcamalarının yükseldiği, istikrarlı büyüme ve cari açığı konjonktüründe tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki olmadığı ortaya çıktı. Çin ekonomisi temel özelliklerine göre yüksek büyüme, ucuz emek, yüksek rekabet ve cari açıklığı ile özel sektör tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmamıştır.

Güney Afrika ekonomik büyümesi, finansal sisteminin ve modern lojistiğin gelişimi ile hız kazanmaktadır. bir yandan endüstri ve üretim açısından gelişmiş ülkelere benzerken diğer yandan ise alt yapı açısından gelişmekte olan ülkelere benzemektedir. Güney Afrika finans sektörünün alt yapısının güçlü olması ve tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Rusya ekonomisi ise yüksek vergi uygulamaları, karmaşık hukuk düzenlemeleri ve ekonomide büyük şirketlerin payının yüksek olması nedeniyle tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.

2000-2018 yılları arası BRİCS ülkelerinin tahvil stoku artış gösterdi. Gerek ulusal ve uluslararası açıdan gerek finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlar açıdan en çok Çin ve en az Güney Afrika tahvil stokuna sahip olmuştur.

3.2.6. MİKTA Ülkeleri Ampirik Bulgular

Endonezya ekonomisi ise dünya krizi öncesi ithalata bağlı olan bir ülke olarak kriz sonrası ihracata dayalı bir hale gelmiştir. Buna göre ülke kriz öncesi cari açık verirken kriz sonrası cari fazla vermeye başlamıştır. Ülke ekonomisinin alt yapısını geliştirmek için hem devlet hem özel sektör katılımı ile gerçekleştirmiştir. Avustralya ülkenin kamu borçlarının yükselme sorunun devam etmesi ve bütçe açığı ile karşı karşıya kalmıştır. Ayrıca birçok

işletmeler devlet tekelinden çıkmakta ve özelleştirme konuma girmiştir. ARDL sonuçlarına göre Endonezya ve Avustralya özel sektör tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmamıştır.

Meksika 2008’de dünya krizinden etkilenmesi ve 2009’de ülkede domuz virüsünün yayılması ekonomiyi olumsuz etkilenmiştir. Buna göre likidite darlığı, tüketim harcamaların azalması ve yabancı sermaye girişinin düşüş yaşadığı görölmüştür. Ayrıca ülke dış talebi ve kamu harcamalarının azaldığı da görölmüştür. Güney Kore ekonomisi ihracata dayalı olduğu ve buna göre uluslararası ticarete bağlılığı yükseldi. İhracatın %60 ise ülkenin büyük holdingler tarafından yönetilmektedir. Türkiye ise 2001 dünya kriz sonrası çok hızlı ekonomi büyüme kayıt ettiği ancak son dönemde yüksek enflasyon, faiz, cari açık ve kamu ve özel sektör borcu ile kırılgan bir hale dönüştüğü görölmektedir. 2006 yılı itibariyle özel sektör tahvil ihracı ile finansal kaynak sağlama yolu açıldı ve şirketlerinin tahvil aracı ile borçlanma imkanı sağlamıştır. ARDL sonuçlarına göre Meksika, Güney Kore ve Türkiye özel sektör tahvil piyasası ile ekonomi büyümesine katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

2000-2018 yıllar arası tahvil stoku yükselmiştir. MİKTA ülkeleri arasında ulusal tahvil piyasasında finansal kuruluşları en çok Avustralya ve en az Türkiye tahvil stokuna sahip olmuştur. Finansal olmayan kuruluşları ulusal tahvil piyasasında en çok Güney Kore ve en az Türkiye tahvil stoku bulunmaktadır. Uluslararası tahvil piyasasında Finansal kuruluşları en çok Avustralya ve en az Endonezya tahvil stokuna sahip olmuştur. Uluslararası tahvil piyasasında finansal olmayan kuruluşları en çok Meksika ve en az Endonezya tahvil stoku bulunmaktadır. Türkiye’nin özel sektörü finansal kuruluşlarının gerek iç piyasadan gerek dış piyasadan yararlandığı görölmektedir. Ancak gerek finansal kuruluşlar gerek finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası piyasadan finans sağladığı görölmektedir. Ulusal piyasadan ise diğer ülkelere göre oldukça çok düşük seviyede finans sağladığı ve yetersiz olduğu görölmektedir.

3.2.7. Suudi Arabistan ve Arjantin Ülkeleri Ampirik Bulgular

Suudi Arabistan ekonomisi son yıllarda yüksek petrol fiyatları ve üretimi, güçlü özel sektör faaliyeti, artan hükümet harcamaları ve bir dizi reformlarının uygulaması ile hızlı ve güçlü bir şekilde büyüdü. Yatırımcıların son birkaç yıl içerisinde hisse senedi volatilite nedeniyle öz kaynaklarını azalmıştır. Böylelikle, şirketler genişleme planlarını finanse

etmek için borç piyasasına açılmıştır. Stratejik önemli ekonomik sektörleri kamulaşma yoluna giden Arjantin, düşüş büyüme, yüksek enflasyon ile kısa dönemde nakit akımı sağlamaması nedeniyle ekonomisi zor duruma geldi. Kamu borçları ağırlıklı olarak yabancı para birim cinsinden olması, ülkenin para birim değeri kayıp etmesi sonucunda ülke yüksek seviyede borçlanmaya gitmiştir. Suudi Arabistan ve Arjantin finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku düşük seviyede yer almaktadır. Her iki ülke ekonomi şartlarına göre uluslararası tahvil stoku ile GSYH arasında anlamlı ilişki olduğu ortaya çıktı.





SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Tahvil piyasalarını G20 ülkelerini baz alarak incelediğimiz bu çalışmada, G20 ülkeleri niteliksel ve niceliksel açıdan karşılaştırılarak analiz yapılmıştır. Niteliksel bakımında incelendiğimizde her ülkenin ekonomik yapısına özgü tahvil türleri ve terminolojiye sahip olduğu; finansal okuryazarlık, hukuki düzenlemeler ve vergi düzenlemeleri geliştirildiği görülmektedir. Ülkelerin her biri tahvil türlerini farklı isimlerle tahvil piyasasında işleme sunmaktadır. Ülkelerin ekonomik yapısına ve finansal kurumlarına özgü şartlarda tahvil türleri tasarlanmaktadır.

Tahvilin genel özellikleri; nitelik, vade, ödeme yapısı ve itfa olarak sınıflandırılabilir. G20 Ülkeleri tahvil piyasalarını daha cazip hale dönüştürmek için tahvil özelliklerini geliştirmekte yâda yeni tahvil türü tasarlanmaktadır. Piyasada tahvil türlerinin ve türevlerinin olması piyasayı daha esnek ve daha etkin hale dönüştürebilir.

G20 ülkelerinde finansal okuryazarlık oranı incelendiğinde, G7 ülkelerinin diğer G20 ülkelerinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Hukuki düzenlemeleri bakımından da ülkelerin tahvil ihraç şartları farklılık göstermektedir. Tahvil ihracının vergilendirilmesi yine ülkelerin özgün yapısına göre tek ya da birkaç yöntem ile vergilendirilmektedir. Vergi oranının yüksek olması tahvil piyasasına giriş maliyetini artırmakta iken; vergi oranının düşük olması piyasa giriş maliyetini azalmaktadır. Buna göre her ülke sermaye piyasası şartlarına göre vergi oranlarını ayarlamaktadır.

Çalışmada G20 ülkeleri ekonomileri üzerinde GSYH ile ulusal ve uluslararası özel sektör tahvili arasında uzun dönem ilişkiyi test etmek için ana analiz metodolojisi olarak Pesaran ve Shin (1999), Pesaran ve Shin (2001) tarafından geliştirilen Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sınır testi uygulanmıştır. 2000Q1-2018Q4 yıllar arası dönemsel verilerden yararlanmıştır.

(Toplam özel sektörün borç, kredi ve borçlanma senetleri)/GSYH oranına en çok Japonya en az Arjantin sahipken, uluslararası özel sektör tahvili /GSYH oranı en çok İngiltere en az Arabistan ve Arjantin ülkeleri sahip olmuştur.

G7 ülkeleri ARDL modeli sonuçlarına göre Kanada ve İtalya özel sektör tahvil stokunun GSYH ile anlamlı ve pozitif ilişkide olduğu tespit edilmiştir. 2007 Dünya krizini etkileyen ülkelerin günümüze hala olumsuz etkilerinin devam ettiği görülmektedir. ABD, Avrupa ülkeleri ve Japonya krizden çıkış için genişletici para politikası ve düşük faiz politikası uygulanmasını benimsemiştir. Bugün ise, söz konusu ülkelerinin sıfır faiz ve negatif faiz uygulamaları devam etmektedir. Bu durum ise, yatırımcı açısından değerlendirildiğinde reel faiz oranının düşmesi ve söz konusu ülkelerde yatırımların getiri oranının ve cazibesinin azalması anlamına gelmektedir. Ayrıca son dönemde likidite bolluğu, Brexit gerçekleşme süreci ve ABD, Çin ve Avrupa arasındaki ticaret gerginliği ilave sorunları getirmektedir.

2000-2018 yılları arasında tahvil stokunun yükseldiği görülmektedir. G7 Ülkeleri arasında uluslararası tahvil piyasasında finansal kuruluşları tahvil stoku en çok olan ülke İngiltere iken, en az Japonya olmuştur. Uluslararası tahvil piyasasında finansal olmayan kuruluşların tahvil stoku en çok ABD’de ve en az Japonya’da bulunmaktadır. Almanya, ABD ve İtalya’nın finansal olmayan kuruluşlarının tahvil stoku, finansal kuruluşlarının tahvil stokuna göre daha hızlı yükseldiği ve bu durumun reel sektöre finanse ettiği görülmüştür.

BRİCS ülkeler ARDL modeli sonuçlarına baktığımızda Rusya ve Güney Afrika ilişkisi bulunurken diğer ülkeler özel sektör tahvil stoku ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Brezilya kriz sonrası aldığı önlemler çerçevesinde, cari işlemler dengesi ve bütçesini geliştiren ülkeler arasında yer alması, yüksek vergiler uygulaması, güçlü bir iç piyasa kurması ve yatırımlar için cazip bir ülke olduğu görülmektedir. Ancak diğer yandan Brezilya bütçe açığı sürdüren ülke olarak özel sektör tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığı görülmektedir. Hindistan kamu harcamalarının yükseldiği, istikrarlı büyüme ve cari açığı konjonktüründe tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki olmadığı ortaya çıkmıştır. Çin ekonomisi yüksek büyüme oranı, ucuz istihdam, yüksek rekabet ve cari açığa sahiptir. Ancak Çin özel sektör tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmamıştır.

Güney Afrika’nın ekonomik büyümesi, finansal sisteminin ve modern lojistiğin gelişimi ile hız kazanmaktadır. Bir yandan endüstri ve üretim açısından gelişmiş ülkelere benzerken diğer yandan ise alt yapı açısından gelişmekte olan ülkelere benzemektedir.

Güney Afrika finans sektörünün alt yapısının güçlü olması ve tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Rusya ekonomisi ise yüksek vergi uygulamaları, karmaşık hukuk düzenlemeleri ve ekonomide büyük şirketlerin payının yüksek olması nedeniyle tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür.

2000-2018 yılları arası BRİCS ülkelerinin tahvil stoku artış göstermiştir. Gerek ulusal ve uluslararası açıdan gerek finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlar açısından en çok Çin en az Güney Afrika tahvil stokuna sahip olduğu görülmüştür.

Endonezya ekonomisi ise dünya krizi öncesi ithalata bağlı bir ülke iken kriz sonrası ihracata dayalı bir hale gelmiştir. Buna göre ülke kriz öncesi cari açık verirken kriz sonrası cari fazla vermeye başlamıştır. Ülke ekonomik alt yapısının gelişimi hem devlet hem özel sektör katılımı ile gerçekleştirmiştir. Avustralya ise, kamu borçlarının yükselmeye devam etmesi, bütçe açığı ile karşı karşıya kalmasına sebep olmuştur. Ayrıca birçok işletmeler devlet tekelinden çıkmakta ve özelleştirme yoluna girmektedir. ARDL sonuçlarına göre Endonezya ve Avustralya özel sektör tahvil piyasası ile ekonomi büyüme arasında ilişki bulunmamıştır.

Meksika'nın 2008'de dünya krizinden etkilenmesi ve 2009'de ülkede domuz virüsünün yayılması ekonomiyi olumsuz etkilenmiştir. Buna göre likidite darlığı, tüketim harcamaların azalması ve yabancı sermaye girişinde azalma yaşandığı görülmüştür. Ayrıca ülkenin dış talebi ve kamu harcamalarının azaldığı da görülmüştür. Güney Kore ekonomisi ihracata dayalı olduğu görülmektedir. İhracatın %60 ise ülkenin büyük holdingleri tarafından yönetilmektedir. Türkiye ise 2001 dünya krizden sonra çok hızlı ekonomik büyüme kaydettiği ancak son dönemlerde yüksek enflasyon, yüksek faiz, cari açık ve kamu ve özel sektör borcu ile kırılgan bir hale dönüştüğü görülmektedir. 2006 yılı itibarıyla özel sektör tahvil ihracı ile finansal kaynak sağlama yolu açılarak şirketlerinin tahvil aracı ile borçlanma imkânı sağlanmıştır. ARDL sonuçlarına göre Meksika, Güney Kore ve Türkiye özel sektör tahvil piyasası ile ekonomik büyümesine katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

MİKTA Ülkeleri arasında ulusal tahvil piyasasında tahvil stokuna sahip finansal kuruluşların en çok Avustralya ve en az Türkiye'de olduğu görülmektedir. Ulusal tahvil piyasasında finansal olmayan kuruluşların tahvil stoku en çok Güney Kore ve en az

Türkiye’de bulunmaktadır. Uluslararası tahvil piyasasında finansal kuruluşların en çok tahvil stokuna sahip Avustralya iken en az Endonezya olduğu görülmüştür. Uluslararası tahvil piyasasında finansal olmayan kuruluşları bakımından en çok Meksika ve en az Endonezya’nın tahvil stoku bulunmaktadır. Türkiye’nin özel sektör finansal kuruluşlarının gerek iç piyasadan gerek dış piyasadan yararlandığı görülmektedir. Ancak gerek finansal kuruluşlar gerek finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası piyasadan fon sağladığı görülmektedir. Ulusal piyasadan ise diğer ülkelere göre oldukça düşük seviyede fon sağladığı ve bunun yetersiz olduğu görülmektedir.

Suudi Arabistan ekonomisi son yıllarda yüksek petrol fiyatları ve üretimi, güçlü özel sektör faaliyeti, artan hükümet harcamaları ve bir dizi reformlarının uygulaması ile hızlı ve güçlü bir şekilde büyümüştür. Yatırımcıların son birkaç yıl içerisinde hisse senedi volatilite nedeniyle öz kaynaklarını azalmıştır. Böylelikle, şirketler genişleme planlarını finanse etmek için borç piyasasına açılmıştır. Stratejik açıdan önemli ekonomik sektörleri kamulaşma yoluna giden Arjantin düşük büyüme, yüksek enflasyon ve kısa dönem nakit akımını sağlayamaması nedeniyle ekonomisi zor duruma gelmiştir. Kamu borçlarının ağırlıklı olarak yabancı para birim cinsinden olması, ülke para biriminin değer kaybetmesi sonucunda ülke yüksek seviyede borçlanmaya gitmiştir. Sudi Arabistan ve Arjantin finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlarının uluslararası tahvil stoku düşük seviyede yer almaktadır. Her iki ülkenin ekonomik şartlarına göre uluslararası tahvil stoku ile GSYH arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

G20 özel sektör tahvil piyasasının gelişimi ülkeler ekonomi özgün yapılarına göre farklı performans sergileyebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve ekonomik açıdan sorunlu olan ülkelerde ekonomiye katkı sağladığı görülmektedir. Tahvil piyasasının gelişimi ülkenin iç ve dış faktörlerine bağlı olmaktadır. Bu faktörler ülkeler arası farklılık göstermektedir. Dolayısıyla her ülke kendi rotası ve piyasa stratejisini geliştirmek zorundadır. Etkin bir tahvil piyasasının varlığı, finansal sektör kırılganlığının azaltılmasında önemli rol oynamaktadır ve firmalara sermaye sağlamak için alternatif sunmaktadır. Ayrıca birden fazla düzenleyici otoritenin varlığı ve aralarındaki koordinasyon eksikliği, tahvil piyasasının gelişmesini engellemektedir. Buna göre, ülkelerinin tahvil piyasasının gelişimi için tek bir düzenleme ve denetleme kuruluşu olması piyasayı daha etkin yönetilebilir.

Türkiye’de ise yapısal sorunlarının halen devam ettiğini görülmektedir. Ancak son yıllarda kamu sektörünün yanında özel sektör de tahvil piyasasından yararlanmaya başlamıştır. Kamunun ulusal tahvil piyasadan daha çok uluslararası tahvil piyasadan borçlanması özel sektörün ise uluslararası tahvil piyasasından daha çok ulusal piyasadan borçlanıyor olması ülkenin genel tahvil piyasasında denge oluşturabilir ve piyasa riskini azaltabilir. 2006 yılı öncesinde kamunun iç piyasadan aşırı borçlanması özel sektörün iç piyasada tahvil ihracına engel olmuş ve adeta özel sektörün piyasadan dışladığı düşünülmüştür. 2000-2018 yılları arasında kamunun iç ve dış piyasadan borçlanma gereğinin oluşması, özel sektörün tahvil ihraç vergisinin, prosedür kaynaklı maliyetinin azalması ve bazı hukuki düzenlemelerin yapılması sonucunda özel sektör tahvil yoluyla borçlanabilir hale gelmiştir.

Türkiye özel sektör tahvil piyasasının gelişimi talep ve arz yönlü değerlendirebilir. Arz bakımından, tahvil ihraç teşvik sisteminin geliştirilmesi, ihraç prosedürünün kısaltılması, ihraç maliyetlerinin düşürülmesi, ihraççı haklarını korunması ve diğer borçlanma piyasalarıyla rekabet edebilir hale gelmesiyle ilgili düzenlemelerin gelişmesi gerekmektedir. Talep bakımından ise, yatırımcılar için teşvik edici politikaların yürütülmesi, yatırımcıyı koruma haklarının geliştirilmesi, yatırım maliyetlerinin düşürülmesiyle ilgili çalışmaların gerekli olduğu görünmektedir. Ayrıca tahvil piyasasının gelişimi için ülke’de istikrarlı makroekonomik ve para politikasının bulunması, takas sisteminin ve kredi derecelendirme kuruluşlarının etkin çalışması, ikincil piyasanın likiditesinin yükselmesi ve türev piyasasının gelişmesi önemi arz etmektedir.

Tahvil piyasanın gelişimi ile borçlanma piyasaları daha esnek bir yapıya dönüşebilir ve ülkeyi ekonomik ve finansal açıdan kırılganlıktan çıkartabilir. Diğer taraftan borçlanma ve yatırım araçlarının çeşitliliği finansal piyasaların etkinliğini arttırabilir. Özellikle özel sektör tahvil piyasasının gelişmesi, şirketlere özgü şartlarda tahvil türlerinin artmasına, doğrudan borçlanma ile ihraççının daha düşük maliyetle finansal kaynak sağlamasına ve böylece yatırımcının daha yüksek getiri sağlamasına sebep olabilmektedir.



KAYNAKLAR

- Akçayır, Ö., Yıldız, Z. (2014). “Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardaizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013); Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 40, 135-233.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, 9. Baskı, İstanbul: Avcıol Yayın Evi.
- Akgül, F. (2004). *Türkiye’deki Tahvil Piyasası: Bazı Temel Makro Ekonomik Göstergelerin İMKB Tahvil ve Bono İşlem Hacmine Etkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Akkaya, M. (2018). “Turk Euro Tahvillerinin Risk Primlerini Etkileyen Faktörlerin Analizi”, *Journal Of Yasar University*, 13/50, 232-242.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 5. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aljazira Capital, (2010). The Financing Role of The Saudi Capital Market; Promosing Prospects, Reaserch Department Ekonomik Reports. Aljazira Capital, 1-31.
- Ansari, M. S., (2012). İndian Capital Market Review: Issuess, Dimensions And Performance Analysis, *UTMS Journal of Economics*, 3 (2): 181–191.
- Astrauskaite, I, Paskevicius, A.(2014). “Compotition Between Banks and Bond Markets; Hardly Impected Or Softly Complemented”, *Procedia Economics and Finance*, No: 9, 111-119.
- Bakanlar Kurulu Kararı, (2011). Resmi Gazete, Sayı: 27972, Karar Sayısı: 2011/1854.
- Bambacı, J., Saront, T, ve Tomması, M. (2002). “ The Political Economy of Economic Reforms in Argentina”, *Policy Reform*, Vol. 5(2), 75–88.
- Baraldi, A., N., Endres, C., K., (2010). An introduction to modern missing data analyses, *Journal Of School Psychology*, 48(59), 5-37.
- Bastı E. (2013).Türkiye’de Şirketler Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlaması, *SDÜ Fen ve Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2013(30), 187-188.
- Battem, J., Hogan, W. P., Szilagyi, P. G., (2009), “Foreign Bond Markets and Financial Market Development: İnternational Perspectives”, ADBI Working Paper Series, Asian Develoopment Bank Institute, No: 173.
- Bayrak, S. (2006), Özel Sektör Tahvilleri Üzerine Kısa Tahliller, Referans Gazetesi.
- Berk, N.(2010). *Finansal Yönetim*, 10.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitap Evi, 62-76.
- Bloem, M. P., Mahieu, R. J.(2013). “Factor Decomposition And Diversificaiton İn European Corporate Bond Markets”, *Journal Of International Money And Finance*, No: 32, 194-213.

- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, 4. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 81-82.
- Buchanan, J. M. (1958), *Public Principles of Public Debt*, Homewood: Richard D. Irwin,
- Camanho, N., Dep, P., Liu, Z., (2012). Credit Rating and Competition, London School Of Economics and Political Science: Financial Market Grup.
- Caprio, G., Demirgüç-Kunt, A. (1998). “The Role of Long-term Finance: Theory and Evidence” *World Bank Research Observer*, 13(2): 171–89.
- Cha, H. J. (2002). “Analysis of the Sluggish Development of the Secondary Market for Korean Government Bonds, and Some Proposals”, unpublished; Seoul: The Bank of Korea, Financial Markets Department.
- Chowdhury, S. M. Z. I., Bayar, Y., Kılıç, C. (2013). “Effects Of Major Macroeconomic Indicators On Emerging Markets Bond Index”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, C. XV, S. II, S.15-30.
- Collins, S. M. (2013). Lessons from Korean Economic Growth, *The American Economic Review*, 80(2), 104-107.
- Coşkun, Y. (2017). Özel Sektör Borçlanma Araçlarının Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65-4.
- Çakmak, Ü., Akmak, Ü. (2016). “Güney Kore’nin Ekonomi Kalkınmasının Temel Dinamikleri (1960-1990)”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 151-171.
- Çalışkan, Ö.V. (2002). “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 1/2002, 53-66.
- Çankaya, F., Öz, M. (2000). “Türkiye’de Kamu Sermayeli Ticaret Bankalarının Özelleştirilmesi, Kamu ve Özel Sermayeli Ticaret Bankalarında Etkinlik ve Verimlilik Analizi”, TBB, Yayın 221, İstanbul.
- Deidda, L. G. (2006). “Interaction between Economic and Financial Development”, *Journal of Monetary Economics*, 53: 233-248.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Editors (2001). *Financial Structure And Economic Growth: A Cross-Country Comparison Of Banks, Market And Development*. MIT Press.
- Dhlquist, M., Hasseltof, H. (2013). “International Bond Risk Premia”, *Jurnal Of International Economics*, 90 (30), 17-32.
- Dizdarlar, H. (2006). *Uluslararası Finansal Piyasalarda Euro Tahvillerin Risk Pirimi Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Dornbusch, R., Fischer, S. (1998). *Makro ekonomi*, Çev. Salih Ak vd., McGraw-Hill – Akademi Yayını.

- Dung, P. L., Quang, M. T. (2015). "The Development of Corporate Bond Markets: A Cross-Country Analysis", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 1, 50-57.
- Eegün, A. (2007). *Türk Euro Tahvillerinde Fiyat Tahmini ve Risk Analizinin ve Durasyon ve Konvekslik Yöntemi İle Uygulanabilirliği Testi*, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansal Ana bilim Dalı, , Ankara.
- Ercan, M. K., Ban, Ü. (2005). *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Ergün, S. (2010). Arjanti'nin Ekonomik Stikrarsızlık Tarihi: İnişler ve Çıkışlar, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 20, 1-18.
- Eugene, F., Brigham, A., Özdemir, Sarıaslan, H. (1996). *Finansal Yönetim Temelleri*, 11. Basım, Ankara Üniversitesi Basımı.
- Fabozzi, F. J. (1996). *Bond Markets Analysis And Strategies*, 3. Baskı, ABD: Yale Unisversity, Perfect Yayıncılığı.
- Fertekliğil, A. (2000). *Türkiye 'de Borsa 'nın Tarihçesi*, İMKB Basımı. İstanbul, 11-12.
- Fink, G., Haiss, P., Hristoforova, S. (2003). "Bond Market and Ekonomik Growth", *IEF Working Paper*, No: 49, 1-39.
- Fleming, M., Saggat, S., Sareen, S. (2006). *Trading Activity In The Indian Goverment Bond Market*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No: 785, 1-37.
- Frederic, S. M. (2001). *The Economics Of Money, Banking, and Financial Market*, 6. Baskı, Amerika.
- Fry, M., J. (1978). Many and Capital Or Financial Deepening In Economic Development?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 10 (4), 464-475.
- Furman, J. (2014). "Structural Challenges and Opportunities in the U.S. Economy, London School of Economics.
- Gitmez, E. (2013). *Brezilya Ülke Raporu*, T.C. Şanlıurfa Yatırım Destek Ofisi.
- Goldmish, R., W., (1959). "The Comparative Study Of Economic Growth and Structure", *National Bureau Of Economic Reaserch*, 717-737.
- Gozzi, J. C., Peria, M. S. M., Levine, R., Schmukler, S. L. (2012). "How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets", *NBER Working Paper* No: W 17763.
- Graff, M., (2001). *Financial Development and Economic Growth – New Data and Emperical Analysis*, METU Studies in Development, No: 28, 83-110.
- Grjebine, T., Szczerbowicz, U., Tripier, F., (2014). "Corporate Debt Structure and Economic Recoveries", *Wording Paper CEPPI*, No: 19.
- Gurley, J.G., Show, E.S., (1955). Financial Aspects Of Economic Developept, *The American Economic Review*, 45(4), PP. 515-538.

- Glkaya, M, (2011). *Gney Afrika Cumhuriyeti lke Raporu*, TC Başkanlık Dış Ticaret Msteşarlığı, İhracatı Geliştirme Ett Merkezi, S.6.
- Gündüz, A, Y., (2008). “Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, V.7, N. 24, C.7 , S: 86.
- Gündüz, İ. , (2008). *Yerel Yönetimlerinin Bir Borçlanma Yöntemi Olarak Tahvil İhracı*, *Marmara Üniversitesi*, Doktora Tezi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul.
- Halıcı, S., Nadide. (2005). *Kredi Derecelendirme şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kayseri.
- Haspolat, F. B. (2015). *lker Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye’nin Kredi Notunun lke Karşılaştırmalı Analizi*, Uzmanlık Tezi, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü,13–22.
- Hermes, N., Lensink, R., (2000). Financial System Develeopment in Transition Economies, *Journal Of Banking And Finance*, No:24, 2000, 507-524.
- Herring, R. J., & Chturipitak, N. (2007). The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development. *Recent Financial Crises: Analysis, Challenges and Implications*, 148.
- İbrahim, M. A., (2013). "Financial Development And Economic Growth In Saudi Arabian Economy, *Econometrics and International Development*, Vol. 13-1, s:133-144.
- IMF, (2015). Saudi Arabia: *Tackling Emerging Economic Challenges To Sustain Growth*, Middle East and Central Asia Department, IMF, 1–82.
- İMKB, (1990). *Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi*, Borsa Rehberi. İstanbul: Borsa Tarihi Araştırmaları. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 73-79.
- İMKB, (1996). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, Eğitim Yayınları, Karizma Yayınevi.
- İMKB, (2011). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 21.Basım, İstanbul: Renk Matbbacılık, 209-210.
- İnan, E. A.(2002). “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 42, S. 57-74.
- İnternet: Hazine Müsteşarlığı, <https://www.hmb.gov.tr/> adresinden 04 Ekim 2019’da alınmıştır.
- İnternet: Agence France Tresor, www.aft.gouv.fr adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.
- İnternet: AMF, https://www.amf-france.org/en_US/ adresinden 17 Mart 2018’de alınmıştır.
- İnternet: Ashton, D.(June, 2014). “The Avustralian Government Bond Market; An in Depth at Semi Government Bonds”,

<https://www.macquarie.com.au/dafiles/Internet/mgl/au/mfg/mim/docs/mim-investment-perspectives/ip-australian-government-bond-market.pdf?v=6> adresinden 14 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Asifma, (Julay 2007).
[http://www.asifma.org/uploadedFiles/Resources/ASIFMA%20-%20India%E2%80%99s%20Debt%20Markets%20The%20Way%20Forward\(1\).pdf](http://www.asifma.org/uploadedFiles/Resources/ASIFMA%20-%20India%E2%80%99s%20Debt%20Markets%20The%20Way%20Forward(1).pdf)
 adresinden 9 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Asifma, (March, 2017). China’s Capital Markets; Navigating the Road Ahead,
<http://www.asifma.org/uploadedfiles/china%20capital%20markets%20final%20english%20version.pdf> adresinden 29 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Asifma, www.asifma.org adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: ASPIRE, (March, 2007), “Creating A Canadian Advantage In Global Capital Markets, Department Of Finance Canada”, Canada,
<https://www.budget.gc.ca/2007/pdf/bkcmae.pdf>, adresinden 11 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Assiacion Of International Of Life Offices (AILO),
<https://www.ailo.org/knowledge/guides-expat.shtml> adresinden 20 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: ASX, Understanding Bond,
https://www.asx.com.au/documents/products/Understanding_Bonds-_AGB_web_version.pdf adresinden 18 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: ASX, www.asx.com.au adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Avustralian Securities & Investments Commission “ASIC”,
<https://asic.gov.au/about-asic/what-we-do/our-role/#what> adresinden 14 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Banco De Mexico, Types of Instruhements and Their Placement,
<http://www.banxico.org.mx/elib/mercado-valores-gub-en/OEBPS/Text/iien.html>
 adresinden 19 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Banco De Mexico, www.banxico.org.mx adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Barun, M., Briones, I., (February, 2006), “The Development Of Bond Markets around The Word”, Working Paper, Universidad Adolfo Ibáñez,
https://www.researchgate.net/profile/Matias_Braun2/publication/237266574_The_Development_of_Bond_Markets_around_the_World/links/0c96052c16a7f008e5000000/The-Development-of-Bond-Markets-around-the-World.pdf, adresinden 20 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Bayne, N., (1995). “The G7 Summit and The Reform Of Global Institutions”, Wiley On line Library, 30(4), <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1477-7053.1995.tb00140.x>, adresinden 17 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Belediye Kanunu, (2005),

<https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5393.pdf> adresinden 20 Kasım 2018'de alınmıştır.

İnternet: Best, M., Ficher, N., Counsul, P+P Pöllath + Partner. (September, 2016). Tax On Corprate Lending And Bond İssues İn German: Overview, Tamson Ruters, Practical Law. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-6739?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-6739?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 8 Eylül 2018'de alınmıştır.

İnternet: Bhaumik, S., K., (July, 2001). The Emerging Indian Bond Market: A First Glimpse, Centre For New And Emerging Markets: Discussion Paper Series Number 18, <http://facultyresearch.london.edu/docs/dp18.pdf>, adresinden 18 Ekim 2018'de alınmıştır.

İnternet: BIS, Debt Securities, <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>, adresinden 20 Ekim, 2019'da alınmıştır.

İnternet: Bis, <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb48w.pdf>, adresinden 15 Ekim 2019'da alınmıştır.

İnternet: Bundesbank, https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Statistical_Supplement_2/2018/2018_03_capital_market_statistics.pdf?__blob=publicationFile, adresinden 28 Mayıs 2018'de alınmıştır.

İnternet: Boris Rubtsov, (2013). The Russian Securities Market: 20 Years of Development, https://publishup.uni-potsdam.de/opus4-bp/frontdoor/deliver/index/docId/6640/file/EFC_Rubtsov_105_118.pdf adresinden 23 Nisan 2018'de alınmıştır.

İnternet: Borsa İstanbul, (2015). Kotasyon Yönergesi, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yonergeler/borsa-istanbul-kotasyon-yonergesi.pdf?sfvrsn=30> adresinden 12 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Borsa Italiana, Rules of the Markets organised and managed by Borsa Italiana S.p.A, https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/rules20180625with_evidence.en_pdf.htm adresinden 3 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Borsa İstanbul, (2017). Borçlanma Araçları Piyasası İşleyiş Uygulama Usul ve Esasları, İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/uue/borsa-istanbul-as-borclanma-araclari-piyasasi-isleyis-uygulama-usul-ve-esaslari-2-temmuz-2018-den-itibaren-gecerlidir.pdf?sfvrsn=6> adresinden 10 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: Borsa İtalyana, <http://www.borsaitaliana.it/fondi/formazione/formazione.en.htm> adresinden 20 Nisan 2018'de alınmıştır.

İnternet: Bosaily, A. A., Bathke, U, Clydo & CO. (January, 2015). Debt Market Saudi Arabia: Regulatory Overview, Tamson Ruters, Practical Law, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-597->

2227?transitionType=Default&contextData=(sc.Default) adresinden 26 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Börse Frankfurt, <http://en.boerse-frankfurt.de/content/segment-primestandard-bonds> adresinden 13 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: BRICS, What Is BRICS, <http://www.brics2018.org.za/what-brics> , adresinden 23 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Buris B., Salans, (March, 2012), Tax On Corporate Lending and Bond Issues In Russian Federation: Overview, Tamson Reuters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-501-9783?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-501-9783?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 28 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Canada.ca, <https://www.fin.gc.ca/invest/instru-eng.asp> adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Canadian Securities Administrators “CSA”, “How We Are”, <https://www.securities-administrators.ca/aboutcsa.aspx?id=77> adresinden 11 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Catalyst, (2014), FIRST STEP: Mexico Overview, http://www.catalyst.org/system/files/first_step_mexico_overview.pdf adresinden 30 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Cbonds, Financial Cbonds Information, <http://cbonds.it/countries/Canada-bond> adresinden 12 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Cbonds, Indonesia: Bonds, <http://cbonds.com/countries/Indonesia-bond?page=4>, adresinden 10 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Cbonds, USA: Bonds, <http://cbonds.com/countries/USA-bond> adresinden 30. Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Centre Des Archives Economiques Et Financieres “CAEF”, <https://www.economie.gouv.fr/caef/commission-des-operations-bourse-cob> adresinden 12 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Centre For Economic Policy Research “CEPR” , (May, 2006), European Corporate Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency, Work Paper, <https://www.ivis.co.uk/media/5990/European-Corporate-Bond-Markets-transparency-liquidity-efficiency.pdf> adresinden 28 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: CFR, <http://www.cfr.gov.au/> adresinden 14 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: ChainaBond, <http://www.chinabond.com.cn/Channel/147253508?BBND=2017&BBYF=12&sPageType=2#> adresinden 28 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Chihousai, www.chihousai.or.jp adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: CMA, aboute CMA, <https://cma.org.sa/en/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx> adresinden 12 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, (March, 2012), Interest Rate Risk, <https://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/interest-rate-risk/pub-ch-interest-rate-risk.pdf> adresinden 10 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Connolly, E., Lewis, C. EWİS, C. (September, 2010). Structural Change in the Australian Economy, <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2010/sep/pdf/bu-0910-1.pdf> adresinden 14 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Conolly E., Christine L., (2010), Structural Change in The Australian Economy, <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2010/sep/pdf/bu-0910-1.pdf> adresinden 8 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Consumer Finacial Protection Bureau “CFBP”, (October, 2015), Financial Literacy Annual Report, https://files.consumerfinance.gov/f/201510_cfpb_financial-literacy-annual-report.pdf adresinden 23 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Corprate Lending And Bond İssues İn Italy, Tamson Ruters, Practical Law. [https://content.next.westlaw.com/Document/I2ef12b0f1ed511e38578f7ccc38dcbee/VView/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2ef12b0f1ed511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 12 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Countryeconomy, <https://countryeconomy.com/ratings> adresinden 27 Aralık 2017’de alınmıştır.

İnternet: Creditreform, (September, 2014). Corprate Bonds İn Germany, https://www.creditreform-rating.de/pub/media/global/page_document/14-09-25_Corporate_Bonds_in_Germany_2013_14.pdf adresinden 17 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: CRSC, (March, 2005). China’s Securities And Futures Markets, China Securities Regulatory Commission, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/annual/200812/P020091104431432341589.pdf adresinden 27 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: CSOP, <https://csopasset.us/markets/bond-market> adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: CSOP, <https://csopasset.us/markets/bond-market> adresinden 4 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: CVM, http://www.cvm.gov.br/subportal_ingles/menu/about/jurisdiction.html adresinden 4 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Delgado, A, Elgado M. T., LLP, A., (October, 2018), Debt Capital Market in UK, Practical laws, Thomson Reuters, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-4130?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-4130?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 13 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Deloitte, (Ocak, 2018). Ekonomik Görünüm Hızlı Büyüme, Artan Kırılganlıklar, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/Ekonomik-Gorunum_Ocak-2018.pdf adresinden 5 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Deloitte, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/au/Documents/Economics/deloitte-au-economics-corporate-bond-report-2018-030518.pdf> adresinden 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Deloitte, Taxation And Investment In Germany 2017, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-germanyguide-2017.pdf> adresinden, 16 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Dennehey, B, Wentzel, W.(April, 2018). Tax On Corprate lending and Bond İssues In South Africa: Overview, Tamson Ruters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-9785?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-9785?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 01 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Department Of Finance Canada, <https://www.fin.gc.ca/invest/instru-eng.asp> adresinden 23 Temmuz 2013’de alınmıştır.

İnternet: Deutsche Bundesbank, <https://www.bundesbank.de> adresinden 1 Eylül 2019’da alınmıştır.

İnternet: Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu “DEİK”, (Ağustos, 2015), “Kanada Ülke Raporu 2015”, <https://www.deik.org.tr/uploads/kanada-ulke-raporu-agustos-2015-2.pdf> adresinden 11 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Dipartimento Del Tesero “MEF”, <http://www.dt.tesoro.it/en/> adresinden 14 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Dodd, Jo, Chung, A., Yeoh, H., Lauer, M., Ding, K., Mao, L., Mallesons, W., and King, (August, 2017). Debt Capital Markets in Avustalia, Practical laws, Thomson Reuters, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-526-9165?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-526-9165?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 14 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: ECB, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>, adresinden 8 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Economy Watch, (March, 2010), https://www.economywatch.com/world_economy/canada/industry-sector-industries.html adresinden 17 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Elias, S., Noone, C. (December, 2011), The Growth and Develepment of The Indonesian Economy, Rezerv Bank Of Australiya <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2011/dec/pdf/bu-1211-4.pdf> adresinden 12 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Eslake, S.(January, 2007). “An Introduction To The Australian Economy”, Australia & New Zealand Banking Group Ltd, 4. Baskı

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.567.7285&rep=rep1&type=pdf> adresinden 14 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Euroclear, <https://www.euroclear.com/en.html> adresinden 18 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: Euronext, www.boursedeparis.fr adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Euronext. Role book, <https://www.euronext.com/en/regulation/harmonised-rules> adresinden 3 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Commission, “What Is The Capital Market Union” https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en adresinden 10 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Commission, Analysis Of European Corporate Bond Markets, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf adresinden 02 Mart 2019’da alınmıştır.

İnternet: European Commission, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf adresinden 20 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Commission. (November, 2017). “Improving European Corporate Bond Markets”, Report From The Commission Expert Group On Corporate Bonds, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf adresinden 10 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Parliament, (April, 2012), The Role Of Brics In The Developing World, Directorate –General For External Policies Of The Union, Policy Department, https://www.ab.gov.tr/files/ardb/evt/1_avrupa_birligi/1_9_politikalar/1_9_8_dis_politika/The_role_of_BRICS_in_the_developing_world.pdf adresinden 29 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Parliament, <https://www.europarl.europa.eu/portal/en> adresinden 18 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Report on Development, (2015). European Report on Development 2015- Financing and other means of implementation in the post 2015 context, Indonesia Country Illustration, https://ec.europa.eu/europeaid/sites/devco/files/erd5-country-illustration-indonesia-2015_en.pdf, adresinden 11 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Securities and Markets Authority ‘ESMA’ , MIFID II, <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir> adresinden 13 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: European Union, https://europa.eu/european-union/index_en adresinden 19 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Federal Reserve Economic Data (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/> adresinden 19 Şubat 2019’da alınmıştır.

İnternet: FIAB, http://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual adresinden 17 Temmuz 2018'de alınmıştır.

İnternet: FIIG, <https://fiig.com.au/debt-issuers/overview-of-bonds> adresinden 16 Temmuz 2018'de alınmıştır.

İnternet: FINRA, a baute Finra, <http://www.finra.org/about> adresinden 24 Temmuz 2018'de alınmıştır.

İnternet: Financial Services Agency, Annual Report 2014, https://www.fsa.go.jp/en/about/Annual_Reports/2014.pdf adresinden 26 Nisan 2018'de alınmıştır.

İnternet: FinCAD, docs.fincad.com, adresinden 28 Nisan 2019'da alınmıştır.

İnternet: FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, adresinden 24 Şubat 2019'da alınmıştır.

İnternet: FSB, <https://www.fsb.co.za/aboutUs/Pages/About-FSB.aspx> adresinden 13 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: G 20 Information Center, (November, 2007), The Grup of Twenty: A History, <http://www.g20.utoronto.ca/docs/g20history.pdf> adresinden 7 Şubar 2018'de alınmıştır.

İnternet: G20 Argentina 2018, <https://www.g20.org/en/g20/what-is-the-g20> adresinden 11 Şubat 2018'de alınmıştır.

İnternet: Gallagher, G. W., Light R. S., Zabloteny S. B, Kriklan & Ellis LLP. (May, 2015). Tax On Corprate Lending and Bond İssues İn United States: Overview, [https://content.next.westlaw.com/Document/I4cf89667ef2a11e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I4cf89667ef2a11e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 2 Eylül 2018'de alınmıştır.

İnternet: Gelir İdaresi Başkanlığı,(2016). G.V.K Geçeci 67'inci Madde Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi, <http://www.gib.gov.tr> adresinden 24 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Genot, E, Stemmer, W., Bruneto, A., Taj, Société d'Avocats, member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, (March, 2012), Tax On Corprate Lending And Bond İssues İn France, Tamson Ruters, Practical Law. [https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb4a02141cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb4a02141cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 10 Eylül 2018'de alınmıştır.

İnternet: Giordano, C., Gangemi, M. D. C., (June, 2018), Tax On Corprate Lending And Bond İssues in Italy, Tax on corporate lending and bond issues in Italy: overview, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-015-4121?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-015-4121?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 26 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Goebel, H. P., Carlos M, Ramos, N, Goebel H. Y, S.C, (July, 2019), Debt Capital Markets in Mexico: Regulatory Overview,

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-523-9158?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-523-9158?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 18 Ekim 2019'da alınmıştır.

İnternet: Goldmen, Z. K., Rosenberg. E. (June, 2015). American Economic Power & The New Face Of Financial Warfare, Center For a New American Security, https://s3.amazonaws.com/files.cnas.org/documents/CNAS_Economic_Statecraft_061115_v02.pdf?mtime=20160906081249 adresinden 19 Mayıs 2018'de alınmıştır.

İnternet: Goldsmith, R. W., (1969). Financial Structure And Development As a Subject For International Comparative Study, National Bureau Of Economic Research, <https://www.nber.org/chapters/c4417.pdf> adresinden 5 Eylül 2018'de alınmıştır.

İnternet: Gordon, S. S. (May, 2011). G7 to G8 to G20: Evolution in Global Governance, CIGI Paper, <https://www.cigionline.org/sites/default/files/g20no6-2.pdf> adresinden 7 Ocak 2018'den alınmıştır.

İnternet: Haddad, G., Bolan, R., Carramaschi, B., Paes G., Lefosse. (October, 2018). Tax On Corporate Lending and Bond Issues In Brazil: Overview, Thomson Reuters, Practical Law. [https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb4a250a1cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb4a250a1cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 21 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Hassan, S. (November, 2013). "South African Capital Markets: An Overview", Ersa Ekonomik Research Southern Afrika, https://econrsa.org/system/files/publications/working_papers/working_paper_391.pdf adresinden 15 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited "HSBC", (2018), China Capital Markets, <http://www.gbm.hsbc.com/-/media/gbm/reports/insights/china-capital-markets-be-prepared-to-seize-the-investment-opportunities.pdf> adresinden 29 Nisan 2019'da alınmıştır.

İnternet: Hoshi, T., and Yasuda, A. (2017). Capital Market Regulation in Japan after the Global Financial Crisis, http://www.ayakoyasuda.com/papers/2017/Paper14_book_chapter2.pdf, Erişim Tarihi: 2 Nisan 2018'de alınmıştır.

İnternet: Hwang S, (March, 2016), Corporate Bond Market in Asia And The Pacific And ITS Role In Financing For Development, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, https://www.unescap.org/sites/default/files/6.Corporate%20Bond%20Market_Seiwon%20Hwang_0.pdf adresinden 8 Temmuz 2018'de alınmıştır.

İnternet: ICAP, "European Government Bonds; On Icap's Broker Tec Platform", <https://www.icap.com/~media/Files/I/ICap-Corp/pdfs/european-gov-bonds-information-sheet.pdf> adresinden 11 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: ICMA, International Capital Market Association, <https://www.icmagroup.org/About-ICMA/history/> adresinden 4 Ocak 2018'de

İnternet: IDX, <https://www.idx.co.id/> adresinden 18 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: IIROC, (August, 2017). “Corporate Bond Markets: Liquidity Determination and Overview”, http://www.iiroc.ca/Documents/2017/80b6432d-30d9-4e69-bd27-8892128739b6_en.pdf adresinden 11 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: IMF Working Paper, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf> adresinden 28 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: IMF, www.investor.gov adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Indonesia Stock Exchange, (November, 2004), Security Listing Rules Number 1.F.1. Debt Security Listing, <http://www.idx.co.id/media/1429/14.pdf> adresinden 15 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Instituciones del Mercado de Capitales. (2007). Educación Mercado de Capitales, <http://www.cnv.gob.ar/educacionbursatil/versionpdf/institucionesdelmercadodecapitales.pdf> adresinden 2 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: International Capital Market Association, <https://www.icmagroup.org/> adresinden 18 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: International Organization Of Securities Commission “IOSCO”, (November, 2011), Development Of Corporate Bond Markets İn The Emerging Market, Emerging Markets Committee Of The Interntional Organization Of Securities Commissions In Collaboration With The Wolrd Bank Group, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD360.pdf> adresinden 29 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/f/foreignbonds.asp> adresinden 29 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Investopedya, What are all of the securities markets in the U.S.A? <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/security-market-usa.asp> adresinden 20 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Investor. gov, <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/investment-products/bonds> adresinden 1 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: IOSCO, (1992). Clearing and Settlement in Emerging Markets—A Blueprint, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD21.pdf> adresinden 6 Ocak 2019’da alınmıştır.

İnternet: Ito.T., Kawahara, Y., Koyama, S., Nishimura &Asahi, Tax On Corprate Lending And Bond İssues İn Japan: Overview, Tamson Ruters, Practical Law. https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/tractate_pdf/ja/Tax_on_corporate_lending_and_bond_issues_Japan.pdf adresinden 5 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Jain, R., Kundra, P, Indian Income Tax Law – A Berief Guide, Vaish Associates Advocates, <http://www.mondaq.com/pdf/clients/457368.pdf> adresinden 16 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Japan Securities Dealers Association, <http://www.jsda.or.jp/en/statistics/bonds/index.html> adresinden 1 Ağustos 2019'da alınmıştır.

İnternet: Japan Securities Clearing Corporation (JSCC), <https://www.jpx.co.jp/jscs/en/> adresinden 8 Eylül 2018'de alınmıştır.

İnternet: Japan Securities Dealers Association, <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/files/hakkougakushoukanngaku.xls> adresinden 26 Nisan 2018'de alınmıştır.

İnternet: Japan Securities Research Institute (JSRI), (2016), Securities Market In Japan, http://www.jsri.or.jp/publish/english/pdf/english_08.pdf adresinden 16 Ekim 2018'de alınmıştır.

İnternet: Japan Exchange Group, Securities Listing Regulations, <https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/index.html> adresinden 4 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Japan Local Government Bond Association, <http://www.chihousai.or.jp/english/04/overview06.html> adresinden 7 Temmuz 2018'de alınmıştır.

İnternet: JSE, <https://www.jse.co.za/about/history-company-overview> adresinden 13 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: JSE, JSE Debt Listings Requirements, <https://www.jse.co.za/content/JSERulesPoliciesandRegulationItems/JSE%20Debt%20Listings%20Requirements%20Service%20Issue%2025.pdf>, adresinden 8 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Kiapper, L., Lusardi, A., Oudheusden, P. V. (2015). Financial Literacy Around The World: Insights From The S&P's Rating Services Global Financial Literacy Survey, http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x28148 adresinden 17 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: Kiguel, M., Argentina's Debt: the Good, the Bad and the Ugly, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/TT20-argentina_kiguel-2.pdf adresinden 3 Haziran 2018'de alınmıştır.

İnternet: Konya Ticaret Odası, (Nisan, 2017), Hindistan Ülke Raporu, <http://www.kto.org.tr/d/file/hindistan-ulke-raporu-2017.pdf> adresinden 23 Mayıs 2018'de alınmıştır.

İnternet: KRX, KOSPI, (2005) KOSPI Market Listing Regulation, <http://global.krx.co.kr/contents/GLB/06/0601/0601000000/GLB0601000000.jsp#> adresinden 5 Ağustos 2018'de alınmıştır.

İnternet: KRX, Trading Volume & Value by month, <http://global.krx.co.kr/contents/GLB/05/0504/0504020000/GLB0504020000.jsp> adresinden 18 Mayıs 2018'de alınmıştır.

İnternet: Küheylan Z.(Aralık, 2014). “Güney Afrika Cumhuriyeti Ülke Raporu”, İzmir Ticaret Odası,
http://izto.org.tr/demo_betanix/uploads/cms/yonetim.ieu.edu.tr/5606_1439211341.pdf adresinden 13 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: LSE, <https://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm> adresinden 9 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: Luegmayer, S., Beccar, V., Catalina M., Ofarrel, E., (November, 2015), Debt Capital Markets in Argentina: Regulatory Overview, Tamson Reuters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-526-7985?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-526-7985?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 22 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Mackinsey Global Institute, (December, 2015), Saudi Arabia Beyond Oil: The Investment and Prudaktivitiy Transformation, https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Global%20Themes/Employment%20and%20Growth/Moving%20Saudi%20Arabias%20economy%20beyond%20oil/MGI%20Saudi%20Arabia_Full%20report_December%202015.ashx adresinden 12 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Martínez G. P., Gabryela, V. A., (October, 2018), https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-520-6403?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&contextData=%28sc.Default%29&comp=pluk#co_anchor_a773959 adresinden 11 Aralık 2018’de alınmıştır.

İnternet: Mayer B. L.(2018). Debt Capital Markets in The United States: Regulatory Overview, Tamsun Reuters Practical Low, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com> adresinden 24 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Mboweni, T. T., (November, 2006). Deepening Capital Markets: The Case Of South Africa, Governor of the South African Reserve Bank, <https://www.resbank.co.za/Lists/Speeches/Attachments/124/IMF-capital+markets-7+nov06a.pdf> adresinden 19 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: MEF, http://www.mef.gov.it/en/index_en.html adresinden 10 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: MEF, www.mef.gov.it adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Minstry Of Finance Of The Russian Federation ‘MFRF’, (2017), Public Debt Management Policy Of The Russian Fedraiton For 2017-2019, http://old.minfin.ru/common/upload/library/2017/03/main/2017-2019_Debt_Management_Strategy__Eng.pdf adresinden 15 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Mitsui, H, The Finance in The Capital Market and Credit Rating in Korea, http://www.eco.nihon-u.ac.jp/center/ccas/pdf/wp_025.pdf adresinden 12 Kasım 2018’de alınmıştır.

İnternet: Miville M., Bernier, A., (1999). “The Corporate Bond Market İn Canada, Bank Canada Review”, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/r994a-e.pdf> adresinden 21 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Moboweni, T.T., (November, 2006). Deepening Capital Markets: The Case of South Africa, Governor of the South African Reserve Bank, Johannesburg, Africa, <https://www.resbank.co.za/Lists/Speeches/Attachments/124/IMF-capital+markets-7+nov06a.pdf> adresinden 13 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Montezanti, S. L., Iriarte, E. A. M., Rivalova, E. L., Varela E. B., (March, 2015). Tax On Corprate Lending And Bond İssues İn Argentina: Overview, Tamson Ruters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-7710?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-7710?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 29 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Moodys, <https://www.moodys.com/> adresinden 24 Kasım 2017’de alınmıştır.

İnternet: Morrison, W.M, (2018). China’s Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States, Congressional Research Service, <https://fas.org/sgp/crs/row/RL33534.pdf> adresinden 27 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Moscow Exchange, Listing Of Foreign İssuers Bonds And Foreign Depositary Receipts On Bonds, <https://www.moex.com/a2635> adresinden 4 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Moscow Exchange, <https://www.moex.com/s575>, adresinden 10 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: Moscow, History Of The Exchange, <https://www.moex.com/en/Report/2013/history.html> adresinden 23 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Nassif, A., Feijo C., and Araujo E.(October, 2013). Structural Change and Economic Development : Is Brazil Catching Up Or Falling Behind?, United Nations Confrance On Trade And Develeopment, https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/osgdp20131_en.pdf adresinden 6 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: National Treasury, www.treasury.gov.za adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Naufor, (2016). Russian Stock Market: 2015 Events and Facts, https://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/en/factbook_2015_eng.pdf adresinden 23 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: Nex, P., Avinash D. P. (2017). “The Future Of Eurpean Goverment Bonds”, Eurozone Bond Market 2.0, https://www.nex.com/~media/Files/N/NEX/nex-insights/The20Future20of20European20Government20Bonds_11-2017.pdf adresinden 11 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Nickolson, P. J.(2003). The Growth Story: Canada’s Long- run Ekonomik Performance and Prospects, <http://www.csls.ca/ipm/7/nicholson-e.pdf> adresinden 18 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Nseindia, (2010). Indian Securities Market, https://www.nseindia.com/content/us/ismr_full2010.pdf adresinden 12 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: NYSE, Trading Of Securities (Rule 1400-1401), http://wallstreet.cch.com/nysetools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_8&manual=/nyse/rules/nyse-rules/ adresinden 5 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: OCED, G20/INFE Report On Adult Financial Literacy In G20 Countries, <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/G20-OECD-INFE-report-adult-financial-literacy-in-G20-countries.pdf> adresinden 20 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: OECD, (2017), G20 INFE Report On Adult Financial Literacy İn G20 Countries, <https://www.oecd.org/finance/g20-oecd-infe-report-adult-financial-literacy-in-g20-countries.htm> adresinde 18 Mayıs 2019’da alınmıştır.

İnternet: OECD, <https://stats.oecd.org/> adresinden 2018’de alınmıştır.

İnternet: Onufrechuk, S., Chang, M. (August, 2012). Tax On Corprate Lending and Bond İssues İn Canada: Overview, Tamson Ruters, Practical Law, [https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/6-502-2522?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/6-502-2522?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 23 Ağustos 2018De alınmıştır.

İnternet: Onurechuk, S., Change, M., (August, 2012). Tax On Corprate Lending and Bond İssues İn Cannada: Overview, Tamson Ruters, Practical Law. [https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/6-502-2522?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/6-502-2522?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) adresinden 1 Eylül 2018De alınmıştır.

İnternet: Oxenstierna, S. (May 2014). “The Russian Economy: Can Growth Be Restored Within The Economy Sistem?”, https://www.researchgate.net/publication/281619765_The_Russian_Economy_Can_Growth_be_Restored_within_the_Economic_System adresinden 12 Aralık 2017De alınmıştır.

İnternet: Peter Ni, Y., Rufeng, M. G., Zhong Lun law Firm, (2018). Tax On Corprate Lending and Bond İssues İn China: Overview, Tamson Ruters, Practical Law. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-5612?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-521-5612?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 4 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: PFDG, Fransa Kamu Mali Genel Müdürlüğü (December, 2016). Overview Of The French Tax System, https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/1_metier/5_international/french_tax_system.pdf adresinden 18 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Plattner, L., Legale, N. S. (February, 2016). Debt Capital Markets in Italy, Regulatory Overview, Tamson Reuters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-527-2785?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-527-2785?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 20 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Powter, K., (October, 2016), Indonesian Capital Market Develeopments and Challenges, Indonesya, http://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2016/10/NJACM1-1AU16-05_Indonesia.pdf adresinden 9 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: PWS, (September, 2015), Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union, <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/cmu-report-sept-2015.pdf> adresinden 8 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Raghunath, (Julay, 2017), İnternational Journal Of Research Granthaalayah, Globalization And Its Impact On Indian Economy, International Journal Of Research Granthaalayah,. <https://doi.org/10.5281/zenodo.822676> adresinden 17 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Rasul, M., (March, 2002), The Capital Market In Indonesia’s Economy: Devepment And Prospects, AT10 Reaserch Conference, Center For Policy and Implementation Studies, https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20020307-08_Mochammad_Rosul.pdf adresinden 9 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Rebecca M. N, The G-20 and International Economic Cooperation: Background and Implications for Congress, Congressional Research Service, <https://fas.org/sgp/crs/row/R40977.pdf> adresinden 7 Ocak 2018’de alınmıştır.

İnternet: Research and International Affairs Department of the Korea Financial Investment Association (KOFIA), 2011 Capital Market In Kore, <https://tr.scribd.com/document/211156107/2011-Capital-Market-in-Korea> adresinden 16 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Richard Benzie, (1992), The Development of The International Bond Market, Bank For International Settlements Economic Paper, No: 32, Erişim Tarihi: <https://www.bis.org/publ/econ32.pdf> adresinden 12 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: S&P Global, Our History, <https://www.spglobal.com/who-we-are/our-company/our-history> adresinden 27 Aralık 2017’de alınmıştır.

İnternet: SAMA, Saudi Arabian Monetary Agnecy (2015), Financial Stability Report, <http://www.sama.gov.sa/en-US/EconomicReports/Financial%20Stability%20Report/FINANCIAL%20STABILITY%20REPORT-2015.pdf> adresinden 16 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Sapir, A., Veron, N., W. (April, 2018), Guntram, “ Making a reality of Europe’s Capital Markets Union”, No: 07, <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/04/pc-07-2018.pdf> adresinden 12 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Saundres F.(July, 2016). Differentiating Between Risk and Uncertainty İn The Project Mangement Literatur, The University Of Manchester, <http://fionasaunders.co.uk/wp-content/uploads/2016/07/Differentiating-between-Risk-and-Uncertainty-in-the-Project-Management-Literature.pdf> adresinden 5 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: SEBİ, <https://www.sebi.gov.in/statistics/corporate-bonds.html> adresinden 18 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: SEC, <https://www.sec.gov/> adresinden 26 Aralık 2017’de alınmıştır.

İnternet: Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, (Şubat, 2013), Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu, İstanbul Üniversitesi, http://serpam.org/wp-content/uploads/spr_2012.pdf adresinden 1 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: Shanghi Stock Exchange, (2017), Shanghi Stock Exchange Market and Infrastructure, <http://english.sse.com.cn/overseasinvestors/introduction/publications/sseinfrastructure/c/4405461.pdf> adresinden 4 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Shanghi Stock Exchange, (2018), Rules Governing the Listing of Stocks on Shanghai Stock Exchange, <http://english.sse.com.cn/laws/framework/c/4547752.pdf> adresinden 4 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Sharma, A., Harma, A., ARMA, AD’sa, O., Shardul Amarchand Mangaldas & Co., (December, 2018), Tax On Corprate Lending And Bond İssues İn India, Tamson Ruters, Practical Law. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-520-8661?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-520-8661?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 11 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: Shawe, L, Allen & Overy, (Otober, 2016), Debt Capital Markets in South Africa: Regulatory Overview, Tamson Reuters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-524-1398?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-524-1398?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) adresinden 24 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Shim, J., Partner and Head Of International Tax Group, Kwon, T., Lee, J. Y., Tax Attorney, Lee&Ko, (December, 2018). Tax On Corprate Lending and Bond İssues İn Korea, Tamson Ruters, Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-540-9565?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-540-9565?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 23 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: SIFMA, <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2016/10/US-Fact-Book-2017-SIFMA.pdf> adresinden 20 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Sifma; <https://www.sifma.org/resources/research/fixed-income-chart/> adresinden 8 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: SPK, Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.7) , <http://mevzuat.spk.gov.tr/> adresinden 14 Kasım 2017’de alınmıştır.

İnternet: SPK, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> adresinden 26 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: SPK, <https://www.spk.gov.tr/> adresinden 12 Kasım 2018’de alınmıştır.

İnternet: SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02> , adresinden 24 Şubat 2019’da alınmıştır.

İnternet: SSE, (2017), Shanghai Stock Exchange Markets and Infrastructure, <http://english.sse.com.cn/overseasinvestors/introduction/publications/sseinfrastructure/c/4405461.pdf> adresinden 13 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Stolbov, M., (January, 2013). “The Finance- Growth Nexus Revisited: From Origins to Modern Theoretical Landscape”, *Economics Open Assessment E-Journal*, Vol:7, <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2013-2> adresinde 25 Ekim 2018’de alınmıştır.

İnternet: Şirvan, N.(2004). Kredi Derecelendirmesi ve Türkiye Ekonomisi, <http://gunaycaymaz.googlepages.com/krediderecelendirme.pdf> adresinden 25 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: T.C Başkanlık Dış Ticaret Musteşarlığı, Arjantin Ülke Profili, <https://www.kutso.org.tr/wp-content/uploads/2017/06/Arjantin.pdf> adresinden 1 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Tadawul, Saudi Capital Market Overview, Information Memorandum For Qualified Foreign Investors, <https://www.tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/ebdd6030-3683-4a1f-8f37-2ef59d0dd9fc/Information+Memorandum.pdf?MOD=AJPERES> adresinden 12 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Tadawul, Saudi Stock Exchange (Tadawul), Listing Rules, <https://www.tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/0e9b2933-607a-43a9-8331-f35ea6baa489/Listing+Rules.pdf?MOD=AJPERES&CVID=m4XZNv> adresinden 16 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serie>, Market adresinden 18 Kasım 2019’da alınmıştır.

İnternet: Tendulkar, R., Hancock, G., (February, 2014). Corporate Bond Markets: A Global Perspective, [http://www.csrf_en/affairs/AffairsIOSCO/201404/P020140416491216873317.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrf_en/affairs/AffairsIOSCO/201404/P020140416491216873317.pdf) adresinden 19 Mayıs 2019’da alınmıştır.

İnternet: The European Foundry Associations, <https://www.caef.eu/> adresinden 2 Eylül 2018’de alınmıştır.

İnternet: The Institute Of Company Secretaries Of India, (July, 2017), Issue and Listing Of Deb Securities, https://www.icsi.edu/WebModules/ISSUE_AND_LISTING_OF_DEBT_SECURITYES.pdf adresinden 4 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: Toronto Stock Exchange, http://tmx.com/plinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2072&element_id=103 adresinden 14 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: TSPAKB, (Ekim, 2005). Sermaye Piyasasına Gündem, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2005_gundem_200510.pdf adresinden 18 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: TSPAKB, (Temmuz, 2005), İtalya Sermaye Piyasası, Sayı 35, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2005_gundem_200507.pdf adresinden 20 Nisan 2018’de alınmıştır.

İnternet: TSPAKB, <https://www.tspb.org.tr/tr/> adresinden 12 Eylül 2017’de alınmıştır.

İnternet: TSPAKB, Yıllık Faaliyet Raporları, <https://www.tspb.org.tr/tr/faaliyet-raporlari/> adresinden 17 Ağustos 2018’de alınmıştır.

İnternet: TSPB, (Haziran, 2005). Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu; Mevcut Durum ve Öneriler, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_osba_raporu.pdf adresinden 24 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: TSPB, (Nisan 2009). Gündem; Hidistan Sermaye Piyasası, Sayı 80, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2008_gundem_200904.pdf adresinden 24 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Türkiye Ev Takstili Sanayicileri ve İş Adamları Derneği “TETSİAD”, Brezilya Ülke Raporu, <https://www.tetsiad.org/files/raporlar/brezilya.pdf> adresinden 4 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Türkiye Sermaye Piyasası Birliği, <https://www.tspb.org.tr/tr/faaliyet-raporlari/> adresinden 12 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Valiante, D. (February, 2016). “Europe’s Untapped Capital Market; Rethinking İntegraation After the Great Financial Crisis, Finan Report Of The European Capital Markets Expert Grupe”, Centre For European Policy Studies European Capital Market İnstitute Brussels, http://aei.pitt.edu/71463/1/Capital_Markets_Union_0.pdf adresinden 10 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Waseda University, Republic Of Korea Bond Market Guid, http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%205%20KOR.pdf adresinden 10 Temmuz 2018’de alınmıştır.

İnternet: WASEDA, www.waseda.jp adresinden 28 Nisan 2019’da alınmıştır.

İnternet: Weisbors, M., Jhoanston J., Lefebvre S.(September, 2014). The Brazilian Economy in Transition: Macroeconomic Policy, Laber and Lnequality, Central For Economic and Policy Reserch, <http://cepr.net/documents/brazil-2014-09.pdf> adresinden 4 Haziran 2018’de alınmıştır.

İnternet: Weisbrot, M., Johanston J., Lefebvere, S., (2014), The Brazilian Economy in Transition: Macroeconomic Policy, Labor and Inequality, Center For Economic And

Policy Research, <http://cepr.net/documents/brazil-2014-09.pdf>, Erişim Tarihi: 7.10.2018.

İnternet: WFE, <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics> adresinden 2018’de alınmıştır.

İnternet: World Bank, (March, 2013). Financial Sector Assessment Program, Capital Market Development Technical Not, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/16747/831380FSAP0Mx00Box0379884B00PUBLIC0.pdf?sequence=1&isAllowed=y> adresinden 31 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: World Bank, <https://data.worldbank.org/country> adresinden 2018’de alınmıştır.

İnternet: World Bank; <https://data.worldbank.org/country> adresinden 21 Şubat 2019’da alınmıştır.

İnternet: World Bank; <https://data.worldbank.org/country> adresinden 24 Şubat 2019’da alınmıştır.

İnternet: Worthington, A. C.(2005). Financial Literacy in Avustralia, University of Wollongong Research Online, Faculty of Business, <https://www.amp.com.au/content/dam/amp/digitalhub/common/Documents/Financial%20literacy%20in%20Australia.pdf> adresinden 21 Temmuz 2013’de alınmıştır.

İnternet: Xie, H. (May, 2015). Mexico’s Bond Market: An Introduction, S&P Dow Jones Indices, McGRAW Hill Financial, <https://us.spindices.com/documents/education/practice-essentials-mexicos-bond-market-an-introduction.pdf> adresinden 28 Mayıs 2018’de alınmıştır.

İnternet: Yoshii K, Ando, H, Nemoto, N, Shiokoshi, N, Mroi, A, Tomotsune. (2018). Debt Capital Markets in Japan: Regulatory Overwview, Practical laws, Thomson Reuters [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-504-9517?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-504-9517?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1) adresinden 12 Haziran 2018’de alınmıştır.

Kapingura, F., Makhetha, K. P.,(2014). “The Causal Relationship between the Bond Market Development and Economic Growth in Africa: Case Study of South Africa”, *Mediterranean Journal Of Social Sciences*, 5(3), 126-131.

Kara, M. S, (2006). *Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması*, Doktora Tezi, Özel Hükük Anabilim Dalı, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara Üniversitesi.

Karaca, N.(2005). “Kredi Derecelen-dirme Kuruluşları”, T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma Planlama ve Kordinasyon Kurulu Başkanlığı, 15 Mart 2005 Rapor No: 2.

Karacaer, B., (2009). *Uluslararası Tahvil Piyasaları ve Türkiye’nin Tahvil İhraç Performansı*, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Karslı, M., (1989). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İstanbul: Kırıl Matbaası.

- Kaya, Arslan, (2017). *Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun*, İstanbul: Beta Baskısı, 586-587.
- Kenourgios, D., Samitas, A., (2007). Financial Development and Ekonomik Growth in Transition Economy: Evidence For Poland, *Journal of Financial Decision Making*, 3, 1.
- Keskin, K. (2010). *Özel Sektör Tahvil İhracı, Avrupa Birliği ve Türkiye*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kesseli .T. (2017). *The Business Environment and Culture of Mexico from the Perspective of Finnish Companies*, Thesis, Seinajoki University Of Applied Sciences, School of Business and Culture, Bachelor of International Business.
- Khalid, A. M, (2007). “Bond Market Developments in Emerging Markets Prospects and Challenges For Pakistan”, *SBP Research Bulletin*, 3(1), 43-62.
- King, R., G., Levine, R., (1993). “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *The Quarterly Journal Of Economics*, Vol.108, No:3, 717-737.
- Konuralp, G., (2005). *Sermaye Piyasaları; Analizşer, Kurumlar ve Pörtfoy Yönetimi*, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Yayın evi.
- Kose, M. A., Lakatos, C., Ohnsorge, F. (2017). The Global Role of The U.S Economy, *Policy Research Working Paper*, 7962.
- Kroeber, A. R. (2016). *China's Economy: What Everyone Needs to Know®*. Oxford University Press.
- Kubilay, M. (2012). *Ülkelerin Döviz Tahvil Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Oynaklık Yayılımları; Çok Değişkenli GARCH Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Finansal Matematik Bölümü, Ankara.
- Levine, R., (1999). “Law, Finance, and Economic Growth”, *Journal Of Financial Intemediation*, Vol: 8, 8-35.
- Levine, R., Loayza, N., Beck, T., (2000). Financial İntermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal Of Monetary Economics*, NO:46, 31-77.
- Levine, R., Zervos, S., (1996). Stock Market Devleopment and Long-Run Growth, World Bank, *Policy Reserch Working Paper* 1582.
- Lucas, R., E., (1988). “On The Mechanics Of Economic Development”, *Journal Of Monetary*, NO:22, 3-42.
- Lucas, Robert E. (1988). “On the Mechanics of Economic Development,” *Journal of Monetary Economics*, No:22, 3–42.
- Luengnaruemitchai, P, Ong, L L, (2005). “An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains”, *IMF Working Paper*, 05, 152.
- Massa. M., Zaldokas, A., (2014). “Investor Base And Corprate Borrowing: Evidence From

- International Bonds”, *Journal Of International Economics*, No: 92, 95-110.
- Mayer, C. (1990). “Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development.” In *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, G. Hubbard (ed.), *University Chicago Press*, Chicago, IL.
- McKinnon, Ronald I., (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington: The Brookings Institution.
- Meral, T. (1989). *Tahvil Yatırımlarının Yönetimi*. Ankara: Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayını.
- Mishkin, F.,(2013). *Banking And Financial Markets*, Global Edition, Tenth Edition,
- Molina, V., Elizabeth, P. (2016). Analysis of Capital Market development in Mexico and Spain, *Degree of Finances and Accounting*, Universitat Jaume I, 1-38.
- New York Institute Of Finance, (1987). *Stocks Bonds Option Futures Investment and Their*
- Niasha, S., Odhiambo, DHIAMBO, N.M.(2006). “The Brazilian Stock Market Development: A Critical Anaysis Of Progress and Prospects During The Past 50 Years”, *Risk governance & control: financial markets & institutions*, 3(3), 7 -15.
- Nicholas, B., (1995). “First published in 1995 in Government and Opposition”, *The G7 Summit and The Reform Of Global Enstitutions*, Vol. 30, No: 4,492-509.
- Nunes, R. M., Fernandes, M. (2014). Brazilian Corprate Debt Issuance: Shoud One Invest In Local Or International Bond?, *Sao Paulo School of Economics*, FGV, Brazil, V:34, 125- 154.
- Nyasha, S., Odhimbo, N. (2013). “The Australian Stock Market Development: Prospect And Changes”, *Risk Goverment and Control: Finansal Markets and İnstitutions*, 3 (2), 39-48.
- Nyasha, S., Odhimbo, N. (2013). “The Brazilian Stock Market Development: Prospect And Ciritical Analysis Of Progress And Prospects During The Past 50 years”, *Risk Goverment and Control: Finansal Markets and İnstitutions*, 3 (3), 7-15.
- Oberman, R., Dobbs, R., Arief, B, Thompson, F., Rosse, M., (2012), *The Archipelago Economy: Unleashing Indonesia’s Potential*, Pablisher: Mckinsey Comany.
- Ogboi, C., Njogo, B. O., JOGO, Nwankow, E., (2016). “Bond Market Deveopment And Ekonomik Growth in Nigeria (1982-2014)”. *A Gmm Aproach, Reserch Journal Of Finance and Eccounting*, Vol:7, No: 8, 60-67.
- Oral, I. O., Yılmaz, C.(2017). “Finansal ve Politik Riskinin Endeksinin BIST Sanayi Endeksi Üzerindeki Etkisi”, *Karadeniz Dergisi*, No:33, 192-202.
- Öçal, Tezer- Faruk, Çolak (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özsoylu, A. F., Algan, N.(2011). *Dünya Ekonomisnin Yeni Aktörleri BRIC*, Adana: Karahan

Kitap Evi.

- Pagano, M. (1993). "Financial markets and growth: an overview", *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622.
- Papaioannou, E., (2007). Finance and Growth a Macro Economic Assesment Of The Evidence From A Earupean Angle, European Central Bank, *Working Paper Series No: 787*.
- Parasız, İ., Yıldırım, Kemal, (1994). *Uluslararası Finansman*, 1. Baskı, Bursa: Ezgi Kitap Evi Yayınları.
- Patrick, H., (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdevelopment Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol(14), 174-189.
- Pesaran, M., H., Shin, Y., Smith, R., J., (2001), Bounds Testing Approacheaches To The Analysis Of Level Relationships, *Journal Of Applied Econometrics*, NO:16, 289-326.
- Pesaran, M.H. and Shin, Y. (1999). "An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis." *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Strom, S. (ed.) Cambridge University Press.
- Pradhan, R. P., Zaki, D.B, Maradana R. P., Dash, S, Jayakumar, M., Chatterjee, D. (2015). Bond Market Development and Economic Growth: The G-20 Experience, *Tekhne*, No: 40, 1-15.
- Reinhert, C. M., Rogoff K. S. (2010). "Growth in a Time Of Debt", *American Economic Review: Papers and Proceedings 100*, Working Paper 15639, 573-578.
- Rençber, E.(2010). *Türk Hukuk'unda Anonim Ortaklıklar Tarafından Çıkarılan Tahviller*, Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Resmi, G. (2014). *Türkiye Ticaret Kanunu*, Kanun Numarası 6102, Sayı 27846, Tertip 5, Cilt 50, Yayımladığı Resmi Gazete Tarihi 14/02/2014.
- Robinson, J. (1952). *The Generalisation of the General Theory, in the Rate of Interest, and Other Essays*. 2nd Edition, Macmillan, London.
- Rossel, M. (2009). Can Mexico Develop a Local High-Yield Bond Market?, *Latic American Low & Business*, 17(9), 1-5.
- Rousseau, P. L., Wachtel, P. (1998). Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From Five Industrialized Countries, *Journal Of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, 658-678.
- Rubani Mohammad, (2017). A study of Structure and Functions of Capital Markets in India, *International Journal of Business Administration and Management*, Volume 7, 183-194.
- Sarma, C. (2014). "The Indian Bond Market", Institute of South Asian Studies National University of Singapore, No:196, 1-18.

- Schinasi, G. J. and Smith T. R., (1998). Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging Markets, *IMF Working Paper* No. WP/98/173, (Washington: International Monetary Fund).
- Schumpeter, J., A., (1911). *The Teori Of Economic Developeopment*, Harvard University Prees, Cambridg.
- SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations 2006*, United State: US Securities And Exchange Comission.
- Seyidoğlu, H., (2003). *Uluslararası Finans*, 4. Bskı, İstanbul: Güzem can Yayınları.
- Siebert H. (2004). Germany's Capital Market and Corporate Governance, Kiel Institute for World Economics, Duesternbrooker Weg 120, *Kiel Working Paper* No. 1206, 1- 46.
- Singh A., Sharma, R., (2016). "Financial Literacy & its impact on Investment Behaviour for Effective Financial Planning", *International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM)*, 6(8), 183–194.
- Smith, R. Todd, (1995). "Markets for Corporate Debt Securities," International Monetary Fund, *Working Paper* No. 95/67.
- Sungur, Onur, (2015). "2000 Sonrası Türkiye Ekonomisi: Büyüme, Enflasyon, İşsizlik, Borçlanma ve Dış Ticarete Gelişmeler", *Toplum ve Demokrasi*, 9 (19-20), 243- 269.
- Süer, S., (2007). *Uluslararası Piyasalarda Alternatif Finansal Kaynakları Açısından Özel Sektör Tahvil Fiyatlaması; Uygulama*, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Şahin, Y.(2004). *Eoru Tahvil Piyasası ve Türk Eoru Tahvilleri*, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Şakar, Ü.(1997). *Kurumlar ve İşleyişi İle Sermaye Piyasası*, Eski Şehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları. No: 1010.
- Şinasi Kara, (1990). *Sermaye Piyasası Kurulu*, İstanbul.
- Tanör, R.. (2000). *Türk Sermaye Piyasası*, Birinci Baskı, İstanbul: Beta Yayın Evi.
- Tecer, M, (1989). *Tahvil Yatırımlarının Yönetimi*, Ankara: Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları.
- Temuçin, N.(2016). *Tahvil Ağırlıklı Portföyün Hisse Senedi Ağırlıklı Portföye Göre Daha Yüksek Performans Göstermesi Üzerine Bir Yaklaşım*, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara.
- Tendulkar, R, Hancock, G, (2014). Corporate Bond Markets: A Global Perspective, *Staff Working Paper* of the IOSCO Research Department, Volume 1.
- Thumrongvit, P., Kim, Y., Chong Soo, P. (2013). "Linking The Missing Market: The Effect Of Bond Markets On Economic Growth", *International Review Of Economic and Finance*, No: 27, 529 – 541.

- Thumrongvit, P., Kim, Y., Pyun, C. S. (2013). "Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth", *International Review of Economics and Finance*, Vol 27.
- Thumrongvite, P., Kim Y., Pyun, C. S. (2013). "Linking The Missing Market: The Effect Of Bond Markets On Economic Growth", *International Review Of Economics And Finance*, Vol: 27, 529-541.
- Trew, A.,W. (2005). Finance and Growth: A Ciritical Survey, Centre For Dynamic Macroeconomic Analaysis. *Working Paper Series*, CDMA05 / 07.
- Tutar, E., Tutar, F., Eren, M.V. (2011). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rölü, Güvenlik Açısından Sorgulanması", *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 25, 1-24.
- Türkiye Bankalar Birliği, (2000). Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçları, *Bankacılar dergisi*, Sayı 35.
- Widdowson, D, Hail Wood, K. (2007). "Financial Literacy and Its Role in Promoting a Sound Financial System", *Reserve Bank Of New Zealand*, Vol. 70, No.20, S.37-47.
- Yakar, S., Kandır, S. Y.(2012). "Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması", *Maliye Dergisi*, Sayı:162, 430-447.
- Yalçiner, K.,(2012). *Uluslararası Finansman*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yavuz, A., (2009). "Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler", *Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 20, 203-226.
- Yavuz, H. H., (2012). "Tahvil Piyasası Oynaklığının Belirlemede Makroekonomik Değişkenlerin Oyanklığının Analizi", *Maliye Finans Yazıları*, No: 26, Sayı: 96, 15-33.
- Yelghi, Asef,"Uluslararası Tahvil Piyasasının Ekonomi Üzerindeki Etkisi; G7 Ülkeleri Örneği", *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6, Ekim 2019, 94-122.
- Yeşilkaya, S.(2009). *Tahvil, Bono ve Borsa Kazançlarının Vergilendirmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yoo, I. (2008)."Korea’s Economic Deveelopment: Lesson and Suggestion For Develeping Countries", *Korean Social Science Journal*, 2008(1), 31~63.
- Yu-Liang, H., Reichert, A., (2006), "The Relationship Between Growth And Banking Sector Development", *Bank And Bank System Journal*, Volum: 1, Issue:2, PP:19-35.
- Yüksel, A., Rodoplu, G. (1980). *Sermaye Piyasası*, İstanbul: Formül Matbaası.
- Zahedul Islam Chowdhury, S.M., Bayar, Y., Kılıç, C., (2013), "Başlıca Makro Ekonomik Göstergelerin Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi Üzerindeki Etkisi", *Ayfon Kocatepe Üniversitesi IIBF Dergisi*, 15(2), S: 15-30.



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : YELGHİ, Asef
 Uyuğu : Iran
 Doğum tarihi ve yeri : 19.09.1986, Iran
 Medeni hali : Bekar
 e-mail : Asefyelghi@gmail.com



Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Doktora	Gazi Üniversitesi / İşletme A.B.D.	Devam Ediyor
Yüksek Lisans	Marmara Üniversitesi / Sermaye Piyasası ve Borsa	2014
Lisans	Hakim Corcani Özel Üniversitesi / Muhasebe	2008
Lise	Qods Meslek Okulu	2003

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2014	Iran	Muhasebe

Yabancı Dil

Türkmençe- Farsça- İngilizce

Yayınlar

1. Yelghi, A. (2019). Uluslararası Tahvil Piyasası Ekonomi Üzerindeki Etkisi; G7 Ülkeler Örneği, *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6, 94-122.

Hobiler

Atlatizm



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

