

YÖNETİCİ ÖZETİ

Ülkemizde serbest piyasa ekonomisine geçişin başladığı 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren kamu finansmanında yaşanan sorunlar, gelirlerinin büyük bir bölümü merkezi idare vergi tahsilatlarından almış olduğu paylardan oluşan mahalli idareleri de etkilemiş ve bu durum mahalli idareleri yeni kaynak arayışlarına yöneltmiştir. Özellikle mahalli idarelerle ilgili bazı fonların 2002 yılından itibaren tasfiye edilecek olması sonucunda mahalli idarelerin genel bütçe vergi geliri tahsilatlarından alacakları pay %10,95’ten %7,12’ye inecek olup, bu durumun mahalli idarelerin kaynak ihtiyaçlarını artıracığı ve bu yöndeki arayışlarını hızlandıracağı kaçınılmaz bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu sonuçtan hareketle, dünyadaki mahalli idareler içerisinde özellikle ABD’deki mahalli idareler tarafından yaklaşık iki yüz yıldan beri kullanılmakta olan “*sermaye piyasalarında borçlanma yolu ile fon temini*” ülkemizdeki mahalli idareler açısından da gündeme gelebilecektir.

Uluslararası literatürde genel olarak, ABD’de adlandırıldığı gibi “*municipal bonds*” olarak tabir edilen bu borçlanma senetleri, şehir, belde ya da eyalet yönetimleri yanında, kamusal amaçlı faaliyette bulunan elektrik dağıtım müesseseleri, üniversiteler ve hastaneler gibi kuruluşlar tarafından kısa ya da uzun vadeli olarak ulusal ya da uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır. ABD’de mahalli idarelerce sermaye piyasalarında ihraç edilen borçlanma senetleri incelendiğinde, bu senetlerin vadesine göre kısa ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrıldığı görülmektedir. Bu sınıflandırma çerçevesinde, kısa vadeli menkul kıymetler genellikle harcamaların gerçekleştirilmesi ile gelirlerin elde edilmesi arasındaki zamansal boşlukların kapatılmasında, uzun vadeli menkul kıymetler ise kentsel altyapı projelerinin gerçekleştirilmesinde kullanılmaktadır.

Mahalli idareler tarafından daha çok tercih edilen ve ABD’de ihraç edilme oranı daha yüksek olan uzun vadeli borçlanma senetleri, “*genel yükümlülük tahvilleri*” ve “*gelir tahvilleri*” olarak ikiye ayrılmaktadır. Genel yükümlülük tahvillerinde geri ödemenin kaynağı yerel idarenin vergilendirme kaynakları iken gelir tahvilleri, elektrik üretimi, içme suyu ve atık su dağıtımı ve toplanması ile ulaştırma hizmetleri sağlayan tesislerin inşası ya da kapasitelerinin artırılması gibi belirli bir faaliyetin gerçekleştirilmesi için ihraç edilmekte ve faaliyetler sonucu elde edilen gelirler, bu tahvillerin anapara ve faiz kuponlarının geri ödemelerinde kullanılmaktadır.

Ülkemizde mahalli idarelerin borçlanma senedi ihracına ilişkin temel düzenlemeler, 1580 sayılı Belediye Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almakta olup, özellikle Belediye Kanunu’nda hükümleri çerçevesinde belediyelerin tahvil ihracı sıkı bir idari prosedüre bağlanmış ve bu Kanun’a göre,

a) Tasdikli imar planlarının uygulanması nedeniyle yapılacak kamulaştırma bedellerinin ödenmesine,

b) Kamulaştırmanın amacına veya imar planına uygun olarak yapılacak tesislerin meydana getirilmesine,

tahsis olunmak üzere en çok 20 yılda itfa olunmak şartıyla ve Türkiye Emlak Kredi Bankası kefaletiyle belediyelerin tahvil çıkarabilmelerine izin verilmiş, ayrıca belediyelerce tahvil ihraç edilebilmesi için öncelikli olarak belediye meclisinin bu konuda karar alması, belediye hangi ilin sınırları içerisinde bulunuyorsa o ilin Valisi tarafından bu kararın kendi görüşü ile birlikte İçişleri Bakanlığı’na sunulması, konu hakkında Hazine Müsteşarlığı’nın da görüşünün alınmasından sonra İçişleri Bakanlığı’nın teklifi üzerine tahvil ihracının Başbakan tarafından onaylanması gerektiğine hükmedilmiştir.

Çalışmada yapılan tespitler çerçevesinde,

a) Vadesinin kısıtlığı (2 yıla kadar) nedeniyle proje finansmanında kullanılmasının güç oluşu, geri ödeme kaynağının temel olarak vergi gelirlerine dayanması ve mahalli idarelerce genel bütçe vergi tahsilatlarından alınan payların ileride azalacağı dikkate alındığında mahalli idarelerce finansman bonolarının ihracında mevcut Hazine Müsteşarlığı garantisi aranması uygulamasına devam edilmesinin uygun olacağı,

b) Mahalli idareler ve ilgili kuruluşların, sermaye piyasalarından fon sağlayabilmelerinin en uygun yolunun ABD’de de daha sık kullanılan “*gelir tahvili*” ihracı olacağı; nitekim Belediye Kanunu’ndaki hükümlerin de belediyeler tarafından ihraç edilecek tahvillere “*gelir tahvili*” olma özelliği yüklediği, ayrıca Belediye Kanunu düzenlemeleri çerçevesinde, belediyelerin tahvil ihraçlarının temel amaçlarından birisinin imar planına uygun olarak yapılacak gayrimenkullerin finansman ihtiyacının karşılanması olduğu ve bu noktada ABD’deki mahalli idarelerce de kullanılan gelir tahvili türlerinden birisi olan konut projelerine dayalı tahvil ihraçlarının özellikle nüfus artışı hızının yüksek olduğu ya da aşırı göç alan yerleşim birimlerindeki mahalli idareler tarafından plansız kentleşmeyi önlemek amacıyla kullanılabilmesi,

c) Seri:III, No:19 “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği”nde gerekli değişikliklerin yapılarak mahalli idarelerin gayrimenkul sertifikası ihraççısı konumuna getirilmesinin toplu konut finansmanında alternatif bir yol olabileceği,

d) Gelir tahvili ihracı sırasında;

i) Proje finansmanına dayalı gelir tahvili ihracından önce projeden elde edilecek gelirlerin tahvilin ihracından kaynaklanan ödemeleri karşılayıp karşılamadığı ya da ne kadar karşıladığı ile projenin ne zaman pozitif nakit akımı yaratmaya başlayacağı hakkında fizibilite çalışmaları yapılarak projenin gelecekteki performansının ölçümünün bağımsız organlarınca gerçekleştirilmesinin sağlanmasının,

ii) İdari yönetimi seçimle işbaşına gelen mahalli idarelerde tahvilin itfa süresinin, yeni bir yönetimin projeye sıcak bakmamasından kaynaklanacak problemlerin önlenmesi açısından mevcut yönetimin görevde kalma süresini aşmamasının,

iii) Projeden kaynaklanan beklenmeyen gecikmelerin ya da mevcut faaliyetlerde meydana gelebilecek beklenmeyen gelir kayıplarının tahvilin anapara ve faiz ödemelerinde aksamalara yol açmaması için tahvil ihraçlarının ABD’de yoğun olarak uygulanan tahvil sigortası ya da banka garantisi gibi teminatlarla desteklenmesinin,

iv) Tahvilin halka arz edilmesi sırasında izahname ve sirkülerin, tahvilin dayandığı gelir unsurunun açıkça belirtecek ve gerçekleştirilecek proje ile tahvilin ödeme koşulları hakkında detaylı açıklamaları içerecek şekilde hazırlanmasının,

v) Tahvil ihracından sağlanan fonun proje finansmanında kullanılıp kullanılmadığının bağımsız özel denetim çalışması ile periyodik olarak denetlenerek, denetleme sonucu hakkında yatırımcılara bilgi verilmesinin,

uygun olacağı,

e) Yukarıda, (iii) bendinde belirtilen hususla ilgili olarak İller Bankası tarafından mahalli idarelere gerekli hukuki ve finansal desteğin verilmesi ve İller Bankası’na bağlı olarak, temel amacı mahalli idarelerin ihraç edeceği tahvillere sigorta hizmeti vermek olan ve tıpkı ABD’de olduğu gibi bu konuda ihtisaslaşmış bir sigorta şirketinin kurulmasının gündeme gelebileceği,

f) ABD’de tezgah üstü piyasalarda işlem gören bu menkul kıymetlerin likiditesinin sağlanması amacıyla bu tür borçlanma senetlerinin alım satımının Borsa dışında ve ilgili mahalli idarelerin sınırları dahilinde gerçekleştirilebilmesi için konunun tezgahüstü piyasalarla ilgili olarak yapılacak düzenlemelerde dikkate alınmasının uygun olacağı,

sonuçlarına ulaşılmıştır.



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**“BELEDİYE TAHVİLLERİ (MUNICIPAL BONDS) KAVRAMI
VE MAHALLİ İDARELER TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEBİLECEK
SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI
ÜZERİNE ÖNERİLER”**

YETERLİK ETÜDÜ

**Selçuk DİNÇSOY
Uzman Yardımcısı**

Ekim 2001

ANKARA

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
ÜLKEMİZDEKİ MAHALLİ İDARELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI VE BORÇLANMA YOLU İLE ELDE ETTİKLERİ FONLAR	3
1.1. GENEL OLARAK MAHALLİ İDARELER	3
1.2. ÜLKEMİZDE MAHALLİ İDARELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI	4
1.2.1. Ülkemizde Mahalli İdarelerin Gelir Kaynakları	4
1.2.1.1. Mahalli İdarelerin Borçlanma Yoluyla Elde Ettikleri Kaynaklar	5
1.2.2. Mahalli İdarelerin Giderleri	6
1.2.3. Belediyelerin Kaynak Finansmanında Yaşadığı Güçlükler	7
İKİNCİ BÖLÜM	9
MAHALLİ İDARELER TARAFINDAN SERMAYE PİYASALARINDAN FON TEMİN EDİLMESİ ve BELEDİYE TAHVİLLERİ (MUNICIPAL BONDS) KAVRAMI	9
2.1. GİRİŞ.....	9
2.2. ABD’DEKİ MAHALLİ İDARELER HAKKINDA GENEL BİLGİ	10
2.3. ABD SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI (MUNICIPAL BONDS).....	10
2.3.1. Belediye Tahvillerinin Tarihçesi	10
2.3.2. ABD Belediye Tahvilleri Hakkında Genel Bilgi	11
2.3.3. Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Özellikleri	12
2.3.3.1. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Borçlanmaya Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarının Diğer Karakteristik Özellikleri	13
2.3.4. Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymet Çeşitleri	15
2.3.4.1. Kısa Vadeli Menkul Kıymetler	15
2.3.4.1.1. Tahmine Dayanan Senetler (Anticipation Notes)	16
2.3.4.1.2. Vergiden Muaf Finansman Bonoları(Tax Exempt Commercial Paper)	16
2.3.4.1.3. Değişken Oranlı Senetler (Variable-Rate Demand Obligations)	16
2.3.4.1.4. Dutch Auction Menkul Kıymetler (Dutch Auction Securities)	17
2.3.4.2. Uzun Vadeli Menkul Kıymetler.....	17
2.3.4.2.1. Genel Yükümlülük Tahvilleri (General Obligation Bonds)	18
2.3.4.2.2. Gelir Tahvilleri (Revenue Bonds).....	18
2.3.5. Mahalli İdare Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Piyasalar	20
2.3.5.1. Birincil Piyasa	20
2.3.5.2. İkincil Piyasa.....	22
2.3.6. Mahalli İdare Menkul Kıymetleri Yatırımcıları Hakkında Bilgi	22
2.3.7. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi ve Vergilendirme Politikasının Yatırımcı Kararlarına Etkileri	23
2.3.7.1. Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi.....	23
2.3.7.2. Vergilendirme Politikalarının Yatırımcı Kararlarına Etkileri	23
2.3.8. Mahalli İdarelerce İhraç Edilmiş Menkul Kıymetlere İlişkin Genel Riskler İle Menkul Kıymetin Geri Ödenmeme Riski (Default Risk)	24
2.3.8.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Genel Riskler	24
2.3.8.1.1. Piyasa Riski (Market Risk)	24

2.3.8.1.2. Yeniden Yatırım Riski (Reinvestment Risk)	24
2.3.8.1.3. Satın Alma Fiyatı Riski (Purchasing Price Risk).....	25
2.2.8.1.4. Geri Çağırma Riski (Call Risk).....	25
2.3.8.2. Menkul Kıymetin Temerrüt Riski (Default Risk).....	25
2.3.8.2.1. Menkul Kıymetlerin Temerrüdünde Yaşanan Gelişmeler	25
2.3.8.2.2. Belediye Tahvillerinin Genel Temerrüt Nedenleri	26
2.3.8.2.3. Genel Yükümlülük Tahvillerinin Temerrüt Riski Belirtileri	27
2.3.8.2.4. Gelir Tahvillerinin Temerrüt Riski Belirtileri.....	27
2.3.9. Belediye Tahvillerinin Derecelendirilmesi ve Derecelendirme Kuruluşları	28
2.3.10. Tahvil Sigortası ve Banka Teminatı.....	29
2.3.10.1. Tahvil Sigortası	29
2.3.10.2. Banka Teminatı	30
2.3.10.2.1. Teminat Mektupları (Letters of Credit)	30
2.3.10.2.2. Şartlı Teminat Sözleşmeleri (Line of Credit).....	31
2.3.11. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Menkul Kıymetlere İlişkin ABD'deki Hukuki Düzenlemeler İle Düzenleyici Otoriteler	32
2.3.11.1. Menkul Kıymetler Yasası ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası Düzenlemeleri	32
2.3.11.2. Kural 15c2-12	33
2.3.11.3. MSRB ve MSRB Tarafından Yapılan Düzenlemeler	34
2.4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN DİĞER ÜLKELERİN SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI.....	35
2.4.1. Avrupa Ülkelerinde Yaşanan Gelişmeler.....	35
2.4.2. Asya Ülkelerinde Yaşanan Gelişmeler.....	36
2.5. ÜLKEMİZDE SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI.....	36
2.5.1. Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin Tahvil İhraçları	37
2.5.2. İSKİ Genel Müdürlüğü'nün Tahvil İhraç Başvurusu.....	38
2.5.3. İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nin Tahvil İhraç Girişimleri	38
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	39
BELEDİYE TAHVİLLERİNE İLİŞKİN ÜLKEMİZDEKİ YASAL DÜZENLEMELER	39
3.1. 1580 SAYILI BELEDİYE KANUNU	39
3.2. SPKn ve KURUL DÜZENLEMELERİ	41
3.2.1. SPKn ve SPKn Çerçevesinde İhraç Limitine İlişkin Düzenlemeler	41
3.2.2. Seri:II, No:13 Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği ...	41
3.2.3. Kurul'un Diğer Tebliğlerinde Yer Alan Düzenlemeler	43
3.2.3.1. Seri:III, No:13 Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği.....	43
3.2.3.2. Seri:V, No:7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ	43
3.3. MENKUL KIYMET BORSALARI HAKKINDA KHK ve İLGİLİ DÜZENLEMELER	44
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	45
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	45

KISALTMALAR CETVELİ

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- DPT** : Devlet Planlama Teşkilatı
- İSKİ** : İstanbul Su ve Kanalizasyon İdaresi
- KHK** : Kanun Hükmünde Kararname
- MSRB** : Municipal Securities Regulation Board
- \$** : Amerikan Doları
- S&P** : Standart and Poor's
- SEC** : Securities and Exchange Commission
- SPKn** : Sermaye Piyasası Kanunu
- TBMA** : The Bond Market Association
- TCMB** : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TL** : Türk Lirası
- TNYIF** : The New York Institute of Finance

TABLolar ve ŐEKİLLER CETVELİ

Tablo 1 : Avrupa Ülkelerinde Belediye Gelirlerinin Dağılımı (s.4)

Tablo 2 : Ülkemizde Belediyelerin Gelirleri (1983 – 1998) (s.6)

Tablo 3 : Ülkemizde Belediyelerin Giderleri (1983 – 1998) (s.7)

Tablo 4 : Ülkemizde Mahalli İdarelerin Gelirleri ve Giderleri (1983 – 1998) (s.8)

Tablo 5 : ABD’de 1999 Yılında Mahalli İdarelerin Uzun Vadeli Menkul Kıymet İhraçlarının Sayısı (s.13)

Tablo 6 : ABD’de Mahalli İdarelerin İhraç Ettiği Tahvillerin Kullanım Alanları (1979 – 1999) (s.20)

Tablo 7 : Ankara Büyükşehir Belediyesi Tarafından İhraç Edilen Tahviller (s.37)

Şekil 1 : ABD’de Mahalli İdarelerin Birincil Piyasadaki Menkul Kıymet İhraçları Sırasında Gerçekleşen Fon Akımları (s.21)

GİRİŞ

Dünyada yaşanan hızlı nüfus artışına ve nüfusun kırsal bölgelerden kentlere doğru hareket etmesine paralel olarak mahalli idarelerce verilen hizmetlerin kapsamında ve yoğunluğunda son yıllarda önemli oranda artışlar meydana gelmiştir. Bu nedenle, başta altyapı hizmetleri olmak üzere mahalli idarelerce üstlenilen görevlerin gerçekleştirilmesi için mahalli idareler tarafından daha fazla finansal kaynağa ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. Merkezi idareler tarafından, toplanan vergi gelirlerinin belli bir bölümünün mahalli idarelere transfer edilmesi ya da bir takım vergilerin mahalli idarelerce toplanması şeklinde mahalli idarelere kaynaklar yaratılmaya çalışılmış, ancak artan ihtiyaçların karşılanmasında bu kaynakların yeterli olmadığı durumlarda, yasalarla mahalli idarelerin mali piyasalar ve sermaye piyasalarından borçlanarak fon sağlayabilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

Bu finansal kaynaklardan birisi olan, sermaye piyasalarında borçlanma senedi ihracı yolu ile fon temin edilmesi ABD’de yaklaşık ikiyüz yıldan beri uygulanmakta olan ve mahalli idarelerin büyük bir kısmı tarafından halen kullanılan bir yol olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası literatürde genel olarak ABD’de adlandırıldığı gibi “*municipal bonds*” olarak tabir edilen bu borçlanma senetleri, şehir, belde ya da eyalet yönetimleri yanında, kamusal amaçlı faaliyette bulunan elektrik dağıtım müesseseleri, üniversiteler ve hastaneler gibi kuruluşlar tarafından kısa ya da uzun vadeli olarak ulusal ya da uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır.

ABD’de sadece 2001 yılının ilk altı aylık bölümünde mahalli idareler tarafından yaklaşık 158,5 milyar \$ tutarında kısa ve uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edildiği, 30.06.2001 tarihi itibarıyla dolaşımdaki toplam tahvillerin anapara toplamının 1.629 milyar \$’na ulaştığı¹, ayrıca 2001 yılının ikinci çeyrek yarısı itibarıyla belediyelerce ihraç edilen menkul kıymetlerin günlük ortalama işlem hacminin 9.805 milyon \$ olduğu dikkate alındığında sermaye piyasalarının ABD’de mahalli idarelerce sermaye piyasalarından ne kadar sık fon temin edildiği ve piyasanın ne kadar canlı olduğu daha iyi anlaşılmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, ülkemizdeki mahalli idarelerin gelirleri ve giderleri hakkında genel bir bilgi verilerek, finansal kaynaklardan birisini teşkil eden “*borçlanma yolu ile finansal kaynak temini*”nin ne şekilde gerçekleştirildiği ve mahalli idarelerin bütçe yapısı içerisinde nasıl bir gelişim gösterdiği anlatılmaya çalışılmış ve bu hususta mahalli idarelerin karşılaştığı sorunlar üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde ise, özellikle ABD’deki mahalli idareler tarafından sıkça kullanılan, sermaye piyasalarından fon teminin ne şekilde gerçekleştirildiği, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının türleri ve genel özellikleri üzerinde durularak, piyasa hacmi hakkında genel bir bilgi verilmiş, daha sonra ise bu menkul kıymetlerden kaynaklanan risklerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması amacıyla alınan önlemler ve düzenleyici otoriteler tarafından yapılan düzenlemeler açıklanmıştır. Bunun yanında; öncelikle ABD dışındaki

¹ Aynı tarih itibarıyla ABD Hazinesi tarafından ihraç edilmiş olan borçlanma senetlerinin dolaşımdaki anapara tutarı 2.840 milyar \$’dır. (<http://www.bondmarkets.com/research/tsyos.shtml>)

Ülkelerin mahalli idareleri, daha sonra ise ülkemizdeki mahalli idareler ve bu idarelere bağlı kuruluşlar tarafından sermaye piyasalarından fon temininde yaşanan gelişmeler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın nc bölümünde mahalli idarelerce ihraç edilecek menkul kıymetlerle ilgili olarak ülkemiz mevzuatındaki mevcut düzenlemeler hakkında bilgi verilmiş, dördüncü bölümde ise ilk üç bölümde yer alan bilgiler çerçevesinde mahalli idareler tarafından sermaye piyasalarından fon temininin daha etkin bir yol olarak kullanılabilirliği üzerinde durularak, mevcut düzenlemeler çerçevesinde yapılabilecek değişiklikler hakkında bilgi vermeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKEMİZDEKİ MAHALLİ İDARELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI VE BORÇLANMA YOLU İLE ELDE ETTİKLERİ FONLAR

1.1.GENEL OLARAK MAHALLİ İDARELER

Mahalli idareler, ister üniter, ister federal olsun hemen her devlet yapısı içerisinde var olan ve önemleri her geçen gün artan kurumlar olup; belli amaçlara ulaşmak, toplumların belli gereksinmelerine cevap vermek için ortaya çıkmış birimler olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyada çağdaş mahalli idare kurumlarının ortaya çıkışı, çağdaş merkezi örgütlenme oluşumları ile birlikte başlamıştır.

Tarihsel gelişime bakıldığında, çok küçük ülkeler ya da şehir devletleri dışında tüm kamusal hizmetlerin tek bir noktadan gerçekleştirilmesi, hizmetin kalitesi ve toplumun bütününe sunulabilmesi açısından bir takım sorunlar yaratmış ve bu sorunlar nedeniyle toplumsal ihtiyaçların karşılanmasında merkezi yönetimlerin yetersiz kalması, merkezi yönetimler tarafından bir takım yetki ve görevlerin mahalli idarelere devredilmesine neden olmuştur.

Genel olarak kabul gören tanımı ile mahalli idareler; belirli bir coğrafi alanda yaşayan yerel topluluğun ortak ihtiyaçlarını karşılamak üzere, karar organları yerel halkça seçilen, yasalarla belirlenmiş görev ve yetkilere sahip, özel gelir, bütçe ve personeli olan kamu tüzel kişileridir (Ulusoy, 2001:19).

Dünyada mahalli idareler, yerel hizmetleri sunmanın bir aracı olmasının ötesinde, demokratik kültürün yeşerip geliştiği bir ortam olarak da kabul edilmektedirler. Bir taraftan yerel nitelikli hizmetler en yakın birim tarafından yerine getirildiğinde etkinlik ve verimliliğin artması, diğer taraftan güçlü mahalli idarelerin, demokrasinin daha yüksek seviyede gerçekleşmesine imkan vermesi, bu birimlerin güçlendirilmesi ve yetkilerinin artırılması yönünde genel bir kabulün doğmasını sağlamıştır. Bu nedenle özellikle yerinden yönetim ilkesinin benimsendiği ABD ile Danimarka, Hollanda ve İsviçre gibi bir takım Avrupa ülkelerinde, merkezi idarenin taşra teşkilatları tarafından yerine getirilen görevlerin büyük bir bölümü mahalli idarelere devredilerek, bu görevlerin gerçekleştirilmesi için mahalli idarelere geniş bir finansal kaynak serbestisi tanınmıştır.

Günümüzde “mahalli idare” konusu, dünya genelinde yaşanan gelişmelere paralel olarak Avrupa Birliği’ne tam üyelik süreci bakımından da ülkemiz açısından özel bir öneme sahiptir. Avrupa Birliği’ne üye ülkelerde, mahalli idarelerin idari yapılanma içerisindeki yetkileri artırılmakta olup, mahalli idarelerle ilgili Avrupa Birliği normlarına uyum konusu, ülkemizin Avrupa Birliği’ne tam üyelik süreci içerisinde önem kazanmıştır. Bu çerçevede, ülkemizde de merkezi idarenin yetkilerinin bir kısmının mahalli idarelere devredilmesi hususunda çalışmalar başlatılmış olup, T.C. İçişleri Bakanlığı tarafından hazırlanan, mahalli

idarelerle ilgili çeşitli kanunlarda değişiklik yapılmasına dair Kanun tasarısı Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde görüşülmek üzere 2001 yılının Mayıs ayında Başbakanlığa gönderilmiştir².

1.2. ÜLKEMİZDE MAHALLİ İDARELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

Mahalli idarelerin, kanunlar tarafından kendilerine verilmiş olan görevleri yerine getirebilmeleri için bir takım finansal kaynaklara ihtiyaçları bulunmakta olup, bu ihtiyaçların sağlanması amacıyla hemen hemen her ülkede mahalli idarelere kanunlar ile bir takım finansal kaynaklar sağlanmıştır. Bu kaynaklar; merkezi idareden mahalli idarelere yapılan transferler, mahalli idarelerin kendi faaliyetleri sonucunda elde ettikleri öz gelirler ya da borçlanmadan elde edilen gelirler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Toplam bütçe büyüklüğü itibarıyla değerlendirildiğinde ülkemizde mahalli idareler içerisinde belediyelerin %85, il özel idarelerinin %14 ve köylerin %1 oranında payı bulunduğu görülmektedir (DPT, 2001: 39). Mahalli idareler içerisinde en büyük finansal kaynaklara sahip olan belediyeler tarafından elde edilen gelirlerin ülkemizde ve bazı Avrupa ülkelerinde türlerine göre dağılımı Tablo 1'de verilmiştir.

Ülke	Yerel Vergiler	Ücret ve Bedeller	Transferler	Borçlanma	Diğer Gelirler
Belçika	32	5	40	13	10
Danimarka	51	22	24	2	1
Fransa	36	2	26	10	26
Almanya	19	16	45	9	11
Yunanistan	2	22	58	6	12
İtalya	18	11	38	9	24
Hollanda	5	13	60	19	3
İspanya	31	16	37	10	6
İsviçre	46	24	18	3	9
Türkiye	14	11	51	10	14

Kaynak: (Ulusoy, 2001: 167,168)

Avrupa'da belediyelerin temel finansman kaynakları yerel vergiler ya da merkezi idareler tarafından belediyelere yapılan transferler olup, borçlanma yolu ile belediyeler tarafından elde edilen finansman kaynaklarının toplam bütçe kaynakları içerisindeki yeri ortalama olarak %10 civarındadır.

1.2.1. Ülkemizde Mahalli İdarelerin Gelir Kaynakları

Ülkemizde mahalli idarelerin genel olarak üç farklı gelir kaynakları bulunmakta olup, bu gelirler; (a) genel bütçe vergi gelirleri tahsilat toplamı üzerinden il özel idareleri ve belediyelere ayrılan paylar ile devlet yardımları, (b) mahalli idarelerin öz gelirleri-cezalar, (c) borçlanmalar gibi diğer gelirlerdir. Mahalli idarelerin genel bütçe vergi tahsilatı toplamı

² Ülkemizdeki idari yapılanma ve mahalli idarelerin Anayasa çerçevesinde bölümlenmesine ilişkin ayrıntılı bilgi Ek/1'de bilgi verilmektedir.

üzerinden elde etmiş olduğu paylar ile öz gelirlerine ilişkin mevcut yasal düzenlemeler hakkında bilgi Ek/2’de verilmektedir.

1.2.1.1. Mahalli İdarelerin Borçlanma Yoluyla Elde Ettikleri Kaynaklar

Mahalli idarelerin yapılanması içerisinde özellikle büyük kentlerin sorunları, hızlı nüfus artışına paralel olarak gerçekleşen plansız kentleşme nedeniyle giderek artmış ve büyük kentlerdeki altyapı, konut, çevre, ulaşım gibi toplumsal hizmetlerin yeni yatırımlarla gerçekleştirilmesi için yeni finansman kaynaklarının ortaya çıkartılması zorunluluğu doğmuştur. Bu çerçevede, mahalli idarelerin merkezi idareden almış oldukları paylar ve öz gelirler yatırımların finansmanında zaman zaman yeterli olmaktan uzak kalmış ve bu nedenle çeşitli borçlanma teknikleri vasıtasıyla mahalli idarelerin finansman ihtiyaçları karşılanmaya çalışılmıştır.

Ülkemizde, 1580 sayılı Kanun’un 70’inci maddesi hükümleri çerçevesinde belediye meclislerine borçlanma yetkisi tanınmış olup, bu yetkiye istinaden belediyeler tarafından, devlet bankalarından, İller Bankası’ndan ve diğer finansal kuruluşlardan borçlanma yolu ile kaynak teminine gidilmiştir.

Borçlanma, 1985 yılına kadar özellikle İller Bankası’ndan alınan kamu kredilerinden gerçekleştirilmekte iken, anılan yıldan sonra kamu kredileri belediyeler tarafından özel sermaye kredileri ve dış kredi kullanımı ile çeşitlendirilmiştir. Belediyelerin kendi kaynakları ve yurt içinden sağlayabildikleri kredilerle gerçekleştiremeyecekleri büyük yatırımların yapılabilmesi için Hazine Müsteşarlığı zaman zaman yurt dışından kredi temin eden belediyelere garantörlük yaparak destek vermiştir. Bu çerçevede 1983-1999 Haziran döneminde mahalli idarelere 6.330 milyon \$ Hazine garantili dış kaynak sağlanmıştır (DPT,2001:53).

Hazine Müsteşarlığı’ndan elde edilen veriler çerçevesinde 2001 yılının Haziran ayı sonu itibariyle mahalli idarelerin Hazine garantili dış borç stoku 1.784 milyon \$ olup, bu tutarın yaklaşık %53’lük kısmının vadesi 5 ila 10 yıl arasında değişmektedir. Ayrıca bu tutarın 906 milyon \$’lık kısmı Büyükşehir belediyelerinin, 565 milyon \$’lık kısmı ise belediye iktisadi teşebbüslerinin borçlarından oluşmaktadır. Mahalli idarelerce yapılan borçlanmalarda, Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından yurt dışında gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının dışında genellikle yurt içinde Hazine ya da İller Bankası kanalıyla ya da Hazine garantisi altında yurtdışındaki mali piyasalardan borçlanma yönetimi benimsenmiş ve bu çerçevede mahalli idarelerce sermaye piyasalarından fon temin edilmesi sıkça başvurulan bir yol olmaktan uzak kalmıştır.

Yukarıda yapılan sınıflandırma çerçevesinde belediyelerin 1983 –1998 yılları arasındaki gelirlerinin dağılımına ilişkin bilgi Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2. Ülkemizde Belediyelerin Gelirleri 1983 – 1998, (milyar TL – milyon \$)								
	1983		1989		1993		1998	
	TL	\$	TL	\$	TL	\$	TL	\$
Vergi Gelirleri	81	289	2.843	1.230	28.934	2.001	978.334	3.128
Genel Bütçe Payı	61	218	2.335	1.010	25.270	1.748	785.110	2.511
Yerel Vergiler	20	71	508	220	3.664	253	193.224	618
Vergi Dışı Gelirler	58	207	646	280	13.046	902	452.888	1.448
Borçlanma	12	43	631	273	15.254	1.055	350.391	1.120
İç	12	43	322	139	7.200	498	223.191	714
Dış	0	0	308	133	8.054	557	127.200	407
TOPLAM	151	539	4.120	1.783	57.234	3.959	1.781.613	5.697

Kaynak: (DPT, 2001: 45)³

Belediye gelirleri içerisinde iç ve dış kaynaklardan yapılan borçlanmalar, 1983 yılında yalnızca iç borç olarak belediye bütçesinin %8'i düzeyinde iken, borç kalemi payı 1998 yılında %20 düzeyine yükselmiştir. Belediye gelirleri içerisinde genel bütçe vergi geliri tahsilatlarından elde edilen paylar ile Emlak Vergisi ve Çevre Temizlik Vergisi gibi yerel vergiler bütçe finansmanının yarısından fazlasını oluşturan kaynaklar olarak karşımıza çıkmaktadır (1998-%55).

1.2.2. Mahalli İdarelerin Giderleri

Mahalli idarelerin harcamaları, bütçe yapısına göre cari, yatırım ve transfer harcamaları olarak üç başlıktan oluşmaktadır. Cari harcamalar içerisinde personel harcamaları, yatırım harcamalarında altyapı ve tesis yatırım harcamaları; transfer harcamalarında ise borç geri ödemeleri ağırlıklı gider kalemleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Belediyelerin giderleri bütçe hukuku açısından zorunlu ve isteğe bağlı olmak üzere ikiye ayrılmakta olup, 1580 sayılı Kanun'un 117'nci maddesi çerçevesinde belediyelerin zorunlu giderleri arasında yol, meydan, iskele ve köprülerin inşa, tamir ve idame harcamaları, su, kanalizasyon tesisatı ve işletme harcamaları gibi altyapı harcamaları, belediye kurulları, memur ve müstahdemlerin ödenekleri, aylıkları ve çeşitli giderleri gibi personel harcamaları ile vadesi gelen borçların anapara ve faiz geri ödemeleri gibi transfer harcamaları yer almaktadır.

Çeşitli yasalarla il özel idarelerine verilen görevler “Sağlık ve Sosyal Yardım Görevleri”, “Bayındırlık Görevleri”, “Kültür ve Eğitim Görevleri”, “Tarım ve Hayvancılık Görevleri”, “Ekonomik Görevler”, “Diğer Görevler” olmak üzere altı başlık altında sınıflandırılabilir olup, bu sınıflandırma içerisinde; il içerisinde çeşitli hastaneler yapılması, il yollarının yapım, bakım ve onarımı, havagazı, içme suyu gibi kamu hizmetleri için kurulacak işletmelere 40 yılı geçmemek üzere imtiyaz tanınması, orta dereceli meslek ve sanat okullarının açılması, ilkokul binalarının yapılması, il için “İktisat, itibar ve

³ Belediye gelirlerinin TL bazındaki değerleri anılan kaynaktan elde edilmiş olup, gelirlerin \$ bazında hesaplanması sırasında 31 Aralık günündeki TCMB döviz alış kurları esas alınmıştır.

biriktirme sandıkları” kurmak ve bunlar için izin vermek, il ticaret ve sanayiinin gelişmesi için odalar ve borsalar kurmak il özel idarelerinin öncelikli görevleri arasındadır.

1913 yılında kabul edilen yasa ile il özel idarelerine, o tarihte merkezi yönetimin zayıf ve güçsüz olması nedeniyle çok kapsamlı görevler verilmiş olmakla birlikte Cumhuriyet döneminde çıkartılan yasalarla bu görevlerin hemen hemen hepsi merkezi idarenin görev alanı arasına girmiştir. Toprak Mahsulleri Ofisi, Zirai Donatım Kurumu, Et ve Balık Kurumu, TC Karayolları, DSİ, İller Bankası, Bayındırlık ve İskan, Tarım ve Köyişleri, Orman Bakanlıkları gibi merkezi kurum ve kuruluşları, il özel idarelerinin yerine getirmekle yükümlü oldukları görev alanlarında yetkili kılınmışlardır (Keleş, 2000:142).

	1983		1989		1993		1998	
	TL	\$	TL	\$	TL	\$	TL	\$
Cari Giderler	100	357	2.169	939	29.399	2.033	722.314	2.310
Yatırım Giderleri	41	146	831	360	13.708	948	515.006	1.647
Transferler	21	75	1.399	605	17.191	1.189	661.645	2.116
Borç Ödemeleri	10	36	749	324	8.072	558	371.235	1.187
İç Borç	10	36	654	283	4.651	322	152.445	487
Dış Borç	0	0	95	41	3.421	237	218.790	700
Diğer	11	39	650	281	9.119	631	290.410	929
TOPLAM	161	575	4.398	1.903	60.298	4.171	1.898.965	6.072

Kaynak: (DPT, 2001: 51)⁴

1983-1998 yılları arasındaki belediye giderleri incelendiğinde, cari giderlerin toplam bütçe içerisindeki payının %62’den %38’e gerilediği, yatırım harcamalarının bütçe içerisindeki ortalama %25-30’luk payını yıllar içerisinde koruduğu, bununla birlikte bütçe içerisinde yapılan transfer harcamalarının bütçe içerisindeki payının özellikle dış borç anapara ve faiz ödemelerinde görülen artışa paralel olarak %13’ten %35’e yükseldiği görülmektedir. Belediyeler tarafından 1998 yılında iç ve dış piyasalara yaklaşık 375 trilyon TL tutarında borç geri ödemesi yapılmış olup, bu tutar aynı yıl gerçekleştirilen yatırım harcamalarının dörtte üçü büyüklüğündedir.

1.2.3. Belediyelerin Kaynak Finansmanında Yaşadığı Güçlükler

Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde mahalli idarelerin gelirleri ve giderleri birlikte incelendiğinde (Tablo 4), belediyelerin gelirlerinin harcamalarına oranla daha az gerçekleştiği ve bu durumun bir finansman sıkıntısına yol açtığı, il özel idarelerinde ise durumun tam tersine gelişerek, yıllar itibariyle elde edilen gelirlerin giderlerden daha yüksek tutarda gerçekleştiği görülmektedir. Buna ek olarak çalışmanın Ek/2 no’lu bölümünde de belirtildiği üzere 4629 sayılı “Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun”un 3’üncü maddesi çerçevesinde, 2002 yılından itibaren Belediyeler Fonu ve mahalli idarelerle ilgili diğer fonların tasfiye edileceği, bunun yanında Hazine Müsteşarlığı’ndan elde edilen bilgiler çerçevesinde mahalli idarelerce Hazine garantisi altında yurtdışından alınan kredilerin 1997

⁴ Belediye giderlerinin TL bazındaki değerleri anılan kaynaktan elde edilmiş olup, giderlerin \$ bazında hesaplanması sırasında 31 Aralık günündeki TCMB döviz alış kurları esas alınmıştır

ve 1998 yıllarındaki toplam tutarının sırasıyla 886 ve 587 milyon \$ iken bu tutarın yıllar itibariyle giderek azalarak 2000 yılı içerisinde 96 milyon \$'a indiği ve 2001 yılının ilk altı ayı içerisinde bu tutarın sadece 5 milyon \$ olarak gerçekleştiği dikkate alındığında artan kentsel ihtiyaçların karşılanması açısından belediyeler ve özellikle Büyükşehir belediyeleri açısından yeni finansal kaynakların temin edilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Tablo 4. Ülkemizde Mahalli İdarelerin Gelirleri ve Giderleri, 1983 – 1998, (Milyar TL – Milyon \$)

	1983		1989		1993		1998	
	TL	\$	TL	\$	TL	\$	TL	\$
Belediye Gelirleri	151	539	4.120	1.783	57.234	3.959	1.781.613	5.697
Belediye Giderleri	161	575	4.398	1.903	60.298	4.171	1.898.965	6.072
Özel İdare Gelirleri	46	164	961	416	11.521	797	207.291	663
Özel İdare Giderleri	40	143	882	382	9.766	675	187.152	598

Kaynak: (Devlet Planlama Teşkilatı, 2001, 40)

1983 – 1998 yılları arasında mahalli idarelerin gelir ve giderlerine ilişkin bilgileri içeren Tablo 4'ten de görüldüğü üzere il özel idareleri anılan dönem içerisinde, dönem ortalaması olarak gelirlerinin %15'ini harcamamış ve bir sonraki yıla devretmiştir. Bununla birlikte belediyelerde aksine bir gelişme yaşanarak her yıl gelirlerin ortalama %6 fazlası kadar harcama yapılmıştır. Belediyelerin görevleriyle orantılı gelirleri bulunmaması sebebiyle merkezi idare zaman zaman belediye borçlarını ertelemek ya da tümüyle üzerine alarak ortadan kaldırma yoluna başvurmuştur. Bu amaçla 1980 yılından önce üç kez belediyelerin borçlarının silinmesi ya da ertelenmesi yoluna gidilmiştir. Son olarak 1991 yılında yapılan seçimlerin ardından 1992 yılında çıkartılan 3836 sayılı Kanun ile belediyelerin bir trilyona yaklaşan Hazine borçları silinmiş, bir bölümü de tahkim edilmiştir (Ulusoy,2001,167).

Hazine tarafından borçların üstlenilmesi durumunda, bu borçlar genellikle borçlu belediyeler adına tahakkuk eden genel bütçe vergi gelirleri tahsilatı paylarından vergi, SSK v.b. amme hizmetinden doğan borçlar düşüldükten sonra kalan kısmın %25'i oranında kesinti yapılarak tahsil edilmektedir. Hazine Müsteşarlığı'na vadesinde ödenmemesi nedeniyle belediyelerin 30.11.1999 tarihi itibariyle 1,3 katrilyon TL'na ulaşan vadesi geçmiş borçları birikmiş durumdadır (DPT,2001:54).

İKİNCİ BÖLÜM

MAHALLİ İDARELER TARAFINDAN SERMAYE PİYASALARINDAN FON TEMİN EDİLMESİ ve BELEDİYE TAHVİLLERİ (MUNICIPAL BONDS) KAVRAMI

2.1.GİRİŞ

Birinci bölümde de üzerinde durulduğu gibi, ülkemizde borçlanılarak elde edilen fonlar özellikle son onbeş yılda belediyelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılmaya başlanmış, bu çerçevede yurt içinden ve genellikle İller Bankası ve diğer kamu bankaları vasıtasıyla elde edilen krediler ile Hazine Müsteşarlığı garantörlüğünde ya da İller Bankası'nın vasıtasıyla Dünya Bankası'ndan ya da diğer finansal kuruluşlardan alınan krediler özellikle yatırım ve altyapı proje finansmanında kullanılmaya başlanmıştır.

ABD başta olmak üzere gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde mahalli idareler tarafından uzun yıllardan beri uygulanmakta olan bir diğer finansman yolu da sermaye piyasalarından borçlanma senetleri ihracı yolu ile fon teminidir.

Belediye tahvilleri ya da belediye menkul kıymetleri (municipal bonds)⁵, bir yerel idare birimi ya da yerel idareye bağlı diğer nitelikli ihraççılar tarafından yatırımcılardan belli bir zaman dilimine bağlı olarak faizi ile birlikte geri ödeme vaadiyle ödünç alınan fon tutarını temsil eden borçlanma senetleri olarak tanımlanabilir (TBMA,2001:1). İhraç edilen belediye tahvillerinin anapara tutarları genellikle tahvilin ihraç edildiği tarihten sonra bir ila kırk yıl arasında geri ödenmektedir.

ABD'de sadece 2001 yılının ilk altı aylık bölümünde mahalli idareler tarafından yaklaşık 158,5 milyar \$ tutarında kısa ve uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edildiği, 30.06.2001 tarihi itibarıyla dolaşımdaki toplam tahvillerin anapara toplamının 1.629 milyar \$'na ulaştığı⁶, ayrıca 2001 yılının ikinci çeyrek yarısı itibarıyla belediyelerce ihraç edilen menkul kıymetlerin günlük ortalama işlem hacminin 9.805 milyon \$ olduğu dikkate alındığında sermaye piyasalarının ABD'de mahalli idarelerce sermaye piyasalarından ne kadar sık fon temin edildiği ve piyasanın ne kadar canlı olduğu daha iyi anlaşılacaktır.⁷

⁵ Mahalli idareler tarafından ihraç edilen borçlanmaya dayalı sermaye piyasası araçlarını temsilen kullanılan "municipal bonds" kavramı çerçevesinde bu menkul kıymetler yerine zaman zaman "belediye tahvilleri" kavramı kullanılacaktır.

⁶ Aynı tarih itibarıyla ABD Hazinesi tarafından ihraç edilmiş olan borçlanma senetlerinin dolaşımdaki anapara tutarı 2.840 milyar \$'dır. (<http://www.bondmarkets.com/research/tsyos.shtml>)

⁷ ABD'de 1980 yılından 2001 yılının ilk altı aylık dönemine kadar geçen süre içerisinde yıllar itibarıyla mahalli idareler tarafından gerçekleştirilen uzun ve kısa vadeli menkul kıymet ihraçlarının toplam tutarlarına ilişkin bilgi Ek/3'te verilmektedir.

Bu bölümde öncelikle ABD sermaye piyasalarında mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma araçlarının tarihçesi, genel özellikleri, ihraç prosedürü ve ABD’de borçlanma senetlerine ilişkin düzenlemeler hakkında bilgi verilecek, daha sonra ise ABD dışındaki diğer ülkeler ile ülkemizdeki mahalli idarelerce yapılan uygulamalar gözden geçirilecektir.

2.2. ABD’DEKİ MAHALLİ İDARELER HAKKINDA GENEL BİLGİ

ABD’nin federal devlet yapısı, “*adem-i merkeziyet*” anlayışını bütün yönetim mekanizmasına hakim kılmıştır. Türkiye de dahil olmak üzere pek çok ülkede, ülke genelinde mahalli idare birimlerinin türleri, organları, görevleri, personeli ve maliyesi gibi konularda tek tip bir modelden bahsetmek mümkün iken ABD’de mahalli idareleri sistematik bir biçimde ele almak son derece zordur (MİGM, 1999: 595).

ABD’de mahalli idareler federal bir seviyede Türkiye’de olduğu gibi anayasal düzenlemeye konu edilmeyerek bu konudaki düzenleme yetkisi eyaletlere bırakılmıştır. Bu durumun sonucu olarak mahalli idareler federal devletin değil, eyaletlerin birer kuruluşudur. Ayrıca birçok eyalette özellikle büyük kentler, kendilerine genel yetki veren özerklik beratına (home rule charter) sahiptirler. (Nadaroğlu, 1994: 125)

ABD’de mahalli idareler; county, belediye yönetimi, kasaba yönetimi ve özel amaçlı ilçe yönetimi olmak üzere genel olarak dört kademeye ayrılmakta olup, bunlardan ilk üçü genel amaçlı, sonuncusu ise özel amaçlı mahalli idare birimleridir.

Mahalli idarelerin görevleri genel olarak dört ana grupta toplanmakta olup, bu görevler; eğitim hizmetlerinin sağlanması, sağlık ve çevre hizmetlerinin gerçekleştirilmesi ile itfaiye, karayolları ve toplu taşıma gibi kamusal görevlerin yerine getirilmesi, emniyet ve asayişin korunmasıdır (MİGM, 1999: 605-606). Bu çerçevede eğitim ve sağlık gibi ülkemizde merkezi idarenin taşra teşkilatları vasıtasıyla gerçekleştirilen hizmetlerin büyük bir kısmı ABD’de mahalli idareler tarafından yerine getirilmektedir.

2.3. ABD SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI (MUNICIPAL BONDS)

2.3.1. Belediye Tahvillerinin Tarihçesi

Mahalli idareler tarafından borçlanma yolu ile fon sağlamanın tarihçesi yüzyıllar öncesine uzanmakta olup, ilk borçlanmaların Rönesans döneminde İtalyan şehir yönetimleri tarafından büyük ticaret bankalarına sahip ailelerden sağlanan fonlarla gerçekleştirildiği bilinmektedir. Her ne kadar ABD mahalli idareleri tarafından borçlanılarak elde edilen fonların tarihçesi 18’inci yüzyıla kadar uzanmakta ise de belediye tahvil ihraçlarına ilişkin ilk resmi kayıt 1812 yılında New York Şehri tarafından gerçekleştirilen genel yükümlülük tahvili ihraçtır.

Amerikan İç Savaşı’nın bitimini takip eden birkaç yıl içerisinde demiryolu yapımının gerçekleştirilmesi amacıyla pek çok mahalli idare tarafından tahvil ihraç edilmiş

olup, söz konusu tahviller bugünkü gelir tahvillerinin ilk uygulaması olarak karşımıza çıkmıştır. 20'nci yüzyılın başlarında ABD ekonomisinde görülen gelişmeye paralel olarak belediyelerin tahvil ihraçları artarak büyümüş, 1930 yılında gerçekleşen büyük buhran bu büyümeyi engelleyen bir faktör olmuştur. 2'nci Dünya Savaşı sırasında milli kaynakların genellikle savaşa harcanması nedeniyle belediye tahvillerinin dolaşımdaki miktarında bir azalma yaşanmış, savaş sonrasında ise belediyelerin tahvil ihraçlarında şimdiye kadar hiç görülmemiş bir patlama olmuştur. 2'nci dünya savaşının hemen sonrasında mahalli idarelerin kişi başına düşen borçlanma tutarı 145 \$ iken bu tutar 1997 yılında yapılan nüfus sayımı çerçevesinde 1998 yılında 1.791 \$'a yükselmiştir (TBMA, 2001: 49-50). Ayrıca 1940 – 1994 yıllarını kapsayan 54 yıllık süre içerisinde ABD'de mahalli idarelerce toplam 403.152 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir⁸.

Genel ekonomide meydana gelen durgunluk nedeniyle mahalli idareler, 1870 ve 1890'lı yıllar ile Büyük Buhran sırasında zaman zaman tahvillerden kaynaklanan yükümlüklerini yerine getirememişler ve bu durum tahvillerden kaynaklanan risklerin ortaya çıkarılması ya da giderilmesi amacıyla derecelendirme, tahvil sigortası gibi çeşitli yöntemlerin ortaya çıkmasına, ayrıca yatırımcıların zamanında ve doğru bir şekilde aydınlatılmasına yönelik olarak çeşitli kuruluşların kurulması ve bu kuruluşlar tarafından konuya ilişkin düzenlemelerde bulunulmasına neden olmuştur (Heide, 1994: 495).

ABD'de 1986 yılında yürürlüğe giren yeni vergi yasası ile belediye tahvili gelirlerindeki vergi istisnasının kapsamı değiştirilerek söz konusu istisna sadece bireysel yatırımcılara tanınmış ve belediye tahvilleri bankalar ya da sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar açısından cazibesini kaybetmiştir. Bu nedenle belediye tahvil pazarı, tahvil piyasası içerisinde öncelikli yatırımcı grubunun bireysel yatırımcılar olduğu tek piyasa olarak yerini almıştır. Bu durum, bireysel yatırımcılar açısından daha cazip hale gelmesi için belediye tahvili ihraççıları tarafından tahvile bir takım özellikler eklenmesine yol açmış, ve tahvil sigortalarında olağanüstü bir artış ile sonuçlanmıştır (Thau, 1992: 100).

2.3.2. ABD Belediye Tahvilleri Hakkında Genel Bilgi

ABD'de mahalli idareler tarafından borçlanma senedi ihracı yoluyla finansman kaynakları temin etmesi yaklaşık 200 yıldır uygulanan bir yöntemdir. 1997 yılında yapılan sayıma göre ABD'de 87.500'den fazla eyalet ve yerel yönetimi bulunmakta olup, 1993 yılı itibarıyla bu yerel yönetimlerden yaklaşık 50.000'i tarafından belediye tahvili ihraç edilmiştir (Fabozzi – Fabozzi, 1995:155).

Belediye tahvillerinin özellikle ABD'de tercih edilmelerinin en önemli sebebi, bunlardan elde edilen gelirlerin federal vergilerden istisna olmalarıdır. ABD'de herhangi bir eyalet yönetimi tarafından ihraç edilmiş olan belediye tahvilinin o eyalette mukim bir kişi tarafından satın alınması halinde çok az istisnanın dışında belediye tahvilinden elde edilen gelirler hem federal vergilerden hem de yerel idare vergilerinden muaf tutulmaktadır. Yatırımcıya ödenen faiz gelirlerinin federal ve yerel vergilere tabi olmaması nedeniyle belediye tahvillerine genellikle "*vergiden istisna tahviller*" de denilmektedir.

⁸<http://www.bondmarkets.com/research/defaults.html>

ABD’de belediye tahvilleri eyalet ya da yerel yönetimler tarafından direkt olarak kendi adlarına ya da özel bir kuruluş vasıtasıyla ihraç edilebilmektedir. Bu kuruluş, eyalet ya da yerel bölge ihraççısından ayrı olarak tahvil ihraç eden ya da bir teşebbüsü işleten ya da bunların her ikisini yerine getiren bir kuruluş olarak faaliyette bulunmaktadır. Belediye tahvilleri, aşağıda verilen örnekleri kapsayan, çok geniş yelpazedeki projelerin finansmanında kullanılmaktadır.

- İlk ya da ortaokul binalarının yapımı,
- Cadde ve yol inşaatları,
- Yerel yönetim hizmet binalarının inşası,
- Yüksekokul binaları, laboratuvarları ve yurtlarının yapımı,
- Köprü, otoban, havaalanı gibi ulaşım vasıtaları ve tesislerinin yapımı,
- Enerji üretimi ve dağıtımının sağlanması,
- Su dağıtım şebekesi inşası ile kanalizasyon hizmetlerinin gerçekleştirilmesi,
- Atık temizleme ünitelerinin inşası,
- Hastane, sağlık ocağı gibi sağlık birimlerinin kurulması,
- Düşük ya da orta gelirli ailelerin konut sorunlarının çözülmesi,

ABD belediye tahvil piyasası, ABD’nin her tarafına yayılmış olan, amacı eyalet ve yerel yönetimler için sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla çeşitli becerilere sahip olan binlerce profesyonelden oluşmaktadır. Hepsi de, temel amaç olan, yerel yönetim birimlerine kamusal projelerinin ya da altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi amacıyla fon sağlanması için birlikte çalışmakla beraber, bu piyasada eyalet yönetimi ya da yerel yönetim otoritelerinin, kamu finansmanı yatırım bankalarının, yüklenimcilerin, analistlerin, hukukçuların, finansal danışmanların, derecelendirme kuruluşlarının, sigortacıların, ticari bankaların, yatırımcıların, brokerların, teknoloji üreticileri ve satıcılarının, medyanın ve piyasa düzenleyicilerinin farklı işlevleri bulunmaktadır. Belediye tahvilleri piyasası, yeni tahvil ihraçlarının gerçekleştirildiği birincil piyasa ile daha önce ihraç edilmiş olan tahvillerin alınıp satıldığı ikincil piyasadan oluşmaktadır (TBMA,2001:1).

2.3.3. Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Özellikleri

Mahalli idareler tarafından ihraç edilen borçlanmaya dayalı sermaye piyasası araçları, piyasa terminolojisi hala 1.000 \$ nominal değere sahip menkul kıymet üzerine kurulu olmakla beraber, genellikle 5.000 \$ ya da 5.000 \$’ın katları üzerinden ihraç edilmektedir. Küçük yatırımcıların da ilgisinin çekilmesi amacıyla bazı mahalli idareler tarafından 100 \$ nominal değerli menkul kıymet ihraçları denenmiş olmakla beraber bu tip küçük nominal değerli ihraçlar piyasa genelinde yaygınlaşmamıştır⁹.

⁹ ABD’de mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanmaya dayalı sermaye piyasası araçlarının ihtiva ettiği bilgiler ilişkin genel bilgi Ek/4’te verilmektedir.

2.3.3.1. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Borçlanmaya Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarının Diğer Karakteristik Özellikleri

Mahalli idareler tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını, ihraç edilen diğer menkul kıymetlerden ayıran, kendine has bir takım farklı özellikleri bulunmakta olup, bu özelliklere ilişkin bilgi aşağıda verilmektedir (TBMA, 2001:39-48).

2.3.3.1.1. Birincil ve İkincil Piyasanın Büyüklüğü: Mahalli idare menkul kıymetleri birincil piyasasını diğer sabit getirili menkul kıymet piyasalarından ayıran en önemli özelliklerden bir tanesi, bu piyasada diğer piyasalara göre daha küçük hacimli, ancak çok sayıda menkul kıymet ihracının bulunmasıdır.

Tablo 5. ABD’de 1999 Yılında Mahalli İdarelerin Uzun Vadeli Menkul Kıymet İhraçlarının Sayısı

Toplam Nominal Değer	Toplam İhraç Tutarı (Milyar \$)	Toplam Tutar İçerisindeki Payı (%)	İhraç Sayısı	Toplam İhraç Sayısı İçerisindeki Payı (%)
10.000.000 \$’ın altında	32	14,3	9.392	70,3
10.000.000 \$ ve üstünde	195	85,7	3.966	29,7
TOPLAM	228	100,00	13.358	100,00

Kaynak: Thompson Financial Services Data

1999 yılında toplam tutarı 10 milyon \$’dan küçük 9.392 adet ihraç gerçekleştirilmiş olmakla beraber bu ihraçların toplam ihraç tutarı içerisindeki payı %14,3 olarak gerçekleşmiştir.

Mahalli idare menkul kıymetlerinin ikincil piyasa işlemlerine ilişkin diğer bir karakteristik özelliği ise alım-satım işlemlerinin tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilmesi ve menkul kıymetlerin satış öncesinde satıcının kendi portföyünde beklelebilmesidir.

2.3.3.1.2. Hukuki Görüş (Legal Opinion): Mahalli idarelerce ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının diğer bir karakteristik özelliği, birincil piyasada ihraçların hukuk müşavirliğince ihraççı ve ihraç hakkında hukuki görüş verilerek gerçekleştirilmesidir. Menkul kıymetin pazarlanabilirliği açısından hukuki görüşün menkul kıymetle beraber kamuya duyurulması çok önemlidir. Burada hukuki görüş üç konuda odaklanmakta olup, bunlardan birincisi; ihraççının hukuki anlamda federal ve eyalet yasaları çerçevesinde ihraç yetkili olup olmadığının tespit edilmesi, ikincisi menkul kıymetten elde edilecek faiz gelirin hukukten vergiden muaf olup olmadığının teyit edilmesi, üçüncüsü ise menkul kıymet sahiplerine ihraççı ya da bankalarca verilen teminat mektupları gibi üçüncü şahıslar tarafından tahvil anapara ve faizlerinin geri ödenmesi için sağlanan garantilerin federal ve yerel yasalar çerçevesinde gerçekten bir teminat olup olmadığının belirlenmesidir.

Hukuki görüş alınması zorunluluğu, özellikle 19’uncu yüzyılın sonlarında ihraç edilen belediye tahvillerinin büyük bir bölümünün geri ödenmemesi sonucunda ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan karmaşık yapı ve federal vergi sınırlandırmaları hukuki müşavirlerin sorumluluklarını daha da genişletmiştir.

2.3.3.1.3. Resmi Beyan (Official Statement): Mahalli idarelerin menkul kıymetleri pek çok durumda SEC'nin kayda alma yükümlülüklerinden muaftır. Bununla birlikte, menkul kıymetlerin ilk ihracı ile ilgili olarak genellikle ihracı kuruluş tarafından “*resmi beyan*” olarak adlandırılan bir halka arz dokümanı hazırlanması gerekmektedir. Bu doküman, anonim ortaklıklar tarafından halka arz sırasında hazırlanan sirkülerlere karşılık gelmektedir.

Resmi beyanda yer alması zorunlu olan hususlara ilişkin olarak düzenleyici kurumlar olan SEC ya da MSRB¹⁰ tarafından herhangi bir düzenlemede bulunulmama ile birlikte, resmi beyanın hazırlanması sırasında genellikle, Kamusal Finansman Çalışanları Birliği (GFOA)¹¹ tarafından genel hatları ile düzenlenmiş olan ihraç rehberlerinde ya da Mahalli İdare Menkul Kıymet Analistleri Milli Federasyonu (NFMA)¹² gibi bu piyasa içerisinde doğrudan rol oynayan kurumlar tarafından hazırlanan rehberlerde yer alan formatlar kullanılmaktadır (TBMA, 2001: 66-67).

2.3.3.1.4. Sürekli Olarak Kamuyu Aydınlatma: 1994 yılının Kasım ayında SEC tarafından mahalli idarelerin menkul kıymet ihraçlarını düzenleyen Kural 15c2-12 maddesinde yapılan değişiklikle, anılan madde çerçevesinde yapılan ilk ihraçlarda yüklenim zorunluluğu getirilmiş, ayrıca ihracı ya da ihraç çerçevesinde yapılan anlaşma gereği sermaye piyasası aracının anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirecek olan üçüncü taraflar ihraçla ilgili olarak sürekli olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi tutulmuşlardır.

2.3.3.1.5. Menkul Kıymetin İhracı Tarafından Geri Çağrılabilme Hakkı (Call Provisions): Pek çok geliri vergiden istisna menkul kıymet ihraçlarında ihracıya menkul kıymeti geri çağrılabilme hakkı verilmesi ihracın standart bir özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu hak ihracıya menkul kıymetin tamamını ya da bir bölümünü itfa tarihinden önce itfa edebilme hakkı vermektedir. Menkul kıymetin ihracı sırasında ihracıya geri çağırma hakkının verildiği hususunun resmi beyanda ve ihraca ilişkin kamuyu aydınlatıcı belgelerde yer alması gerekmektedir.

2.3.3.1.6. Tahvillerin Nama Yazılı Olarak İhraç Edilmesi: ABD’de 1982 yılında yürürlüğe giren Federal Vergi Yasası hükümleri çerçevesinde 01.07.1983 yılından sonra mahalli idarelerce ihraç edilen tahvillerin nama yazılı olmasına karar verilmiştir. Bununla birlikte sayıları az olmakla birlikte anılan tarih öncesinde ihraç edilmiş olan hamiline yazılı tahviller de ikincil piyasada işlem görmektedir.

Belediye tahvillerine nama yazılı olarak ihraç edilmesi zorunluluğu getirilmesinden sonra tıpkı ABD Hazinesi tarafından ihraç edilen tahvillerde olduğu gibi tahviller kayden saklanmaya başlanmıştır (Book-entry). Bu çerçevede ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin bütünü için ihracı tarafından vade tarihleri farklı olan her bir seriyi temsilen tek bir global

¹⁰ MSRB (Mahalli İdare Menkul Kıymetleri Düzenleme Kurulu) hakkında çalışmanın 2.3.11.3 no’lu bölümünde ayrıntılı bilgi verilmektedir.

¹¹ Government Finance Officer’s Association

¹² National Federation of Municipal Analysts

sertifika çıkartılarak bu sertifika merkezi bir saklama kuruluşunda (the Depository Trust Clearing Corporation) saklanmaktadır. Her bir menkul kıymet için menkul kıymetin sahibine ilişkin bilgiler ile ülke çapında binlerce banka ve aracı kuruluş tarafından menkul kıymetle ilgili olarak yapılan her türlü alım-satım, kupon faizi ve anapara ödeme işlemleri, işlemin gerçekleştirilmesinin ardından kayıtlara geçirilmek üzere merkezi saklama kuruluşuna bildirilmektedir. 1999 yılının sonu itibariyle mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin %90,5 oranındaki kısmı bu yolla yatırımcıların nam ve hesabına kayden saklanmakta ve izlenmektedir.

2.3.4. Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymet Çeşitleri

ABD’de mahalli idareler tarafından ihraç edilen borçlanmaya dayalı sermaye piyasası araçları incelendiğinde, piyasada özellikle uzun vadeli sermaye piyasası araçlarının ihraç edildiği ve bunların geleneksel tahviller olduğu, bunun yanında sermaye piyasalarında geleneksel tahvillerin dışında vade ve getiri yapısı birbirinden değişik, çok çeşitli sermaye piyasası araçlarının bulunduğu görülmektedir. Sermaye piyasası araçlarının vade yapısı dikkate alınarak sınıflandırma yapıldığında mahalli idareler tarafından ihraç edilen borçlanma araçları kısa vadeli ve uzun vadeli menkul kıymetler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

2.3.4.1. Kısa Vadeli Menkul Kıymetler

Mahalli idareler tarafından sermaye piyasalarından kısa vadeli fon temini genellikle harcamaların gerçekleştirilmesi ile gelirlerin elde edilmesi arasındaki zamansal boşlukların kapatılmasında kullanılmaktadır. Mahalli idareler tarafından ihraç edilen kısa vadeli menkul kıymetlere genellikle tahmine dayanan senetler (anticipation notes) denilmekte olup, bu senetlerin vadesi 13 ay ya da daha kısadır. Genellikle senedin üzerindeki faiz, senedin itfa tarihinde ödenmektedir. Bununla birlikte bazı mahalli idareler bu senetleri hazine bonolarında olduğu gibi iskontolu olarak da ihraç etmektedirler.

1970’lerden önce mahalli idareler tarafından yapılan ihraçlar içerisinde önemli bir orana sahip olan bu senetler, özellikle 1975 yılında New York Şehri tarafından ihraç edilen kısa vade bir senedin geri ödenmesinde temerrüde düşülmesinden sonra daha az ihraç edilmeye başlanmıştır (TNYIF, 1988:130). 2001 yılının ilk altı ayı içerisinde mahalli idarelerce ihraç edilen toplam 158,5 milyar \$ tutarındaki menkul kıymetlerin yaklaşık %15 oranındaki kısmı (23,6 milyar \$) kısa vadeli menkul kıymetlerden oluşmaktadır¹³.

Mahalli idarelerce ihraç edilen kısa vadeli menkul kıymet türleri, genel olarak;

1. Tahmine Dayanan Senetler (Anticipation Notes),
2. Vergiden İstisna Finansman Bonoları (Tax Exempt Commercial Paper),
3. Değişken Oranlı Senetler (Variable-Rate Demand Obligations)
4. Dutch Auction Menkul Kıymetler (Dutch Auction Securities),

¹³ Bkz. Ek/3

olmak üzere 4 gruba ayrılmakta olup, kısa vadeli bu menkul kıymetlere ilişkin bilgi aşağıda verilmektedir.

2.3.4.1.1. Tahmine Dayanan Senetler (Anticipation Notes)

Tahmine dayanan senetler kendi içerisinde beş ayrı gruba ayrılmaktadır.

a) Vergi Tahminlerine Dayanan Senetler (Tax Anticipation Notes – TANS):

Tahvil piyasasında TANS olarak ifade edilen kısa vadeli bu senetler, mahalli idarelerce genellikle emlak vergileri olmak üzere yerel vergilerden tahmini olarak elde edilecek gelirlere dayalı ihraç edilirler.

b) Gelir Tahminlerine Dayanan Senetler (Revenue Anticipation Notes – RANS):

RANS'lar mahalli idarelerce vergi gelirleri dışında kendi kaynaklarından gelecekte elde edecekleri diğer gelirler tahmin edilerek ihraç edilirler. (Senedin hem vergi hem de diğer gelirlerdeki tahminlere dayalı olarak ihraç edilmesi halinde bu senetlere TRANs denilmektedir.)

c) Tahvil Tahminlerine Dayanan Senetler (Bond Anticipation Notes – BANS):

BANS'lar, mahalli idarelere ileride ihraç edilecek tahvillerden elde edilecek kaynaklara dayalı olarak çıkartılan menkul kıymetler olup, bu menkul kıymetler mahalli idarelerde tahvil ihracından önce bir ara finansman kaynağı sağlamaktadır.

d) Ödenek Tahminlerine Dayanan Senetler (Grant Anticipation Notes – GANS):

GANS'lar mahalli idarelerin merkezi idareden elde edecekleri tahsilat ya da ödenek tahminlerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir.

e) Genel Yükümlülük Senetleri (General Obligation Notes):

Bazı kısa vadeli menkul kıymetler, mahalli idarelerce tek bir amaç yerine çeşitli amaçların gerçekleştirilmesi için ihraç edilmekte olup, bu tip senetler ihraççıya olan güvene dayanılarak çıkartılan menkul kıymetlerdir.

2.3.4.1.2. Vergiden Muaf Finansman Bonoları(Tax Exempt Commercial Paper)

Finansman bonoları, vadeleri genellikle 30, 60 veya 90 gün olmakla birlikte, bir günden 270 güne kadar değişebilen menkul kıymetlerdir. Bu bonolar tahmine dayanan senetler ve genel yükümlülük senetleri ile aynı amaçlarla kullanılmakla beraber, bu bonoların en önemli avantajı ihraççıya hem vadenin, hem de faiz oranının belirlenmesinde esneklik sağlamasıdır. Vergiden muaf finansman bonolarında ihraççı tarafından çeşitli vade tarihleri için çeşitli faiz oranları belirlenir ve yatırımcı bu seçeneklerden istediğine yatırım yapar. 1986 Vergi Yasası ile yeni ihraç edilen vergiden muaf mahalli idare borç senetlerinde sınırlama getirilmiş olması nedeniyle vergiden muaf finansman bonusu ihracında bir azalma meydana gelmiştir (Fabozzi-Feldstein, 1995:23).

2.3.4.1.3. Değişken Oranlı Senetler (Variable-Rate Demand Obligations)

1980'li yılların öncesinde belediyeler tarafından ihraç edilen kısa vadeli menkul kıymetler denildiğinde sadece tahmine dayanan senetler akla gelirken, özellikle 1970'li yılların sonunda faiz oranlarında görülen dalgalanmalar ve vergiden istisna yatırım

araçlarına olan talep artışı, kısa vadeli menkul kıymet türlerinde bir çeşitlenmeyi zorunlu kılmıştır. Bu menkul kıymetler, hem yatırımcıyı hem de mahalli idareleri faizde meydana gelen dalgalanmalardan korumakta yararlı olmuştur (TBMA, 2001: 36-38).

Hem yatırımcıyı hem de mahalli idareleri faiz riskinden koruyan bu tarz kısa vadeli menkul kıymetler genellikle değişken oranlı senetler (variable rate demand obligations) olarak bilinmektedir. Bu tarz yatırım araçlarında vade tıpkı tahvillerde olduğu gibi uzun vadeli olmakla birlikte kupon faiz hadlerinde meydana gelen değişmelere paralel olarak her gün ya da her hafta yeniden belirlenmektedir. Faizde meydana gelen değişikliğin yatırımcılara bildirilmesinden itibaren yedi günlük süre içerisinde yatırımcıların istedikleri zaman ihraç edilen senetleri yeni faiz oranı üzerinden hesaplanan faizi ve anaparası ile birlikte yeniden satabilme imkanları bulunmaktadır.

Değişken oranları senetlerin dealerler tarafından satışının genellikle minimum 500.000 \$-1.000.000 \$'lık fiyat marjları dahilinde gerçekleştirilmesi nedeniyle bu senetlerin müşterileri yatırım fonları, bankalar gibi kurumsal yatırımcılar ile alım gücü yüksek bireysel yatırımcılar olup, bu durum bireysel yatırımcıların değişken oranları senetleri satın almasını engellemektedir (Strumeyer, 1996:84).

2.3.4.1.4. Dutch Auction Menkul Kıymetler (Dutch Auction Securities)

Dutch Auction menkul kıymetler değişken oranlı senetlerin diğer bir çeşidi olup, bu menkul kıymetleri değişken oranlı senetlerden ayıran en önemli fark, değişken oranlı senetlerin likidite imkanının bu menkul kıymetlere oranla daha az olmasıdır (TBMA, 2001: 38). Bu menkul kıymette likidite, açık artırmaya dayanan bir prosedür (Dutch Auction) ile faiz oranının ayarlanması yoluyla sağlanmaktadır. Bu açık artırmada faiz oranı potansiyel alıcıların tüm menkul kıymetleri satın almaya istekli olacağı en düşük faiz oranı olarak tespit edildikten sonra menkul kıymetin mevcut sahibi müzayede temsilcisine, “tut”, “faiz oranını artır” ya da “sat” olmak üzere üç emir türünden birini verebilir. Burada “tut” emri, menkul kıymetin bir sonraki dönemde yeni faiz oranı belirlenene kadar sahibi tarafından elde tutulmasını istendiğini, “faiz oranını artır” emri, menkul kıymetin sahibi tarafından daha yüksek bir faiz oranı üzerinden teklif verene satılmak istendiğini, “sat” emri ise menkul kıymetin, faiz oranı ne olursa olsun sahibi tarafından satılmak istendiğini göstermektedir.

Dutch Auction menkul kıymetlerde, bir sonra yapılacak açık artırmadaki başlangıç faiz oranı, bir önceki açık artırmada menkul kıymet takasının gerçekleşebildiği en düşük faiz oranı üzerinden belirlenmekte olup, faiz oranlarının yeniden belirlendiği açık artırmalar genellikle 35 günde bir, haftada bir ya da günde bir gerçekleştirilmektedir.

2.3.4.2. Uzun Vadeli Menkul Kıymetler

Mahalli idarelerin sermaye piyasalarından temin ettikleri uzun vadeli fonlar tahvil ihracı ile gerçekleştirilmektedir. Belediye tahvilleri, genellikle kentsel altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi için ihtiyaç duyulan kaynakların sağlanması için ihraç edilmektedir. Pek az istisnanın dışında belediye tahvilleri, çalışanların ücret ve sosyal güvenlik giderleri gibi

yerel yönetimlerin faaliyet giderlerinin finansmanında kullanılmamaktadır. Tahvillerden elde edilen fonların kullanım alanlarına göre belediye tahvilleri iki gruba ayrılmaktadır.

1. Genel Yükümlülük Tahvilleri (General Obligation Bonds – G.O.B.)
2. Gelir Tahvilleri (Revenue Bonds)

2.3.4.2.1. Genel Yükümlülük Tahvilleri (General Obligation Bonds)

Genel yükümlülük tahvilleri (general obligation bonds), ABD’nde şehirler, eyaletler, özel bölgeler, kasabalar, okul bölgeleri tarafından ihraç edilen ve ihraç eden mahalli idarenin genel vergilendirme gücüyle desteklenen borçlanma senetleridir. Burada, genel yükümlülük tahvilini ihraç eden mahalli idare birimi, geniş bir vergilendirme otoritesi olabileceği gibi, daha sınırlı ve dar bir vergilendirme otoritesi de olabilecektir.

Genel yükümlülük tahvillerinde ihraççıya karşı duyulan güven ve ihraççının kredibilitesi ile bir vergilendirme otoritesi olması tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin teminatı olarak algılanmaktadır. Genel yükümlülük tahvilleri ile gerçekleştirilen kamusal amaçlı projeler toplumun tamamına yarar sağlamakta, ayrıca tahvilin anapara ve faiz ödemeleri o yerel bölgedeki vergi mükelleflerinden toplanan vergilerle geri ödenmektedir. Ayrıca bu tür tahvillerin bazıları sadece vergi gelirleriyle değil, aynı zamanda belirli ücretler, bağışlar ve özel harçlarla da garanti altına alınabilmektedir. Vergi gelirleri dışında diğer gelir kaynakları ile desteklenmiş olan genel yükümlülük tahvillerine çifte garantili tahviller (double-barreled bonds) de denilmektedir (Strumeyer, 1996: 87-90).

1970’li yılların başında toplam ihraç edilen tahvillerin yaklaşık yarısı genel yükümlülük tahvilleri iken, 1970’li yılların ortalarında New York Şehri tarafından ihraç edilen genel yükümlülük tahvillerinde baş gösteren geri ödenmeme riski neticesinde genel yükümlülük tahvillerinin toplam ihraç edilen tahviller içerisindeki payı 1999 yılı itibariyle %31’e düşmüştür.¹⁴

2.2.4.2.2. Gelir Tahvilleri (Revenue Bonds)

Mahalli idareler, geri ödemenin kaynağı yerel idarenin vergilendirme kaynakları gibi sabit bir takım kaynaklar olmayıp, faaliyetler neticesinde elde edilen spesifik gelirler olan tahviller de ihraç edebilirler. Bu tip tahvillere gelir tahvilleri (revenue bonds) denilmektedir. Burada ihraççı, mahalli idarenin kendisi olabileceği gibi, mahalli idareye bağlı bir kuruluş da olabilmektedir.

Gelir tahvilleri, elektrik üretimi, içme suyu ve atık su dağıtımı ve toplanması ile ulaştırma hizmetleri sağlayan tesislerin inşası ya da kapasitelerinin artırılması için ihraç edilmektedir. İhraç, mevcut durum itibariyle faaliyette olan bu tip tesislerden elde edilen gelirlere natik olarak da gerçekleştirilebilmektedir. Faaliyetler sonucu elde edilen gelirler,

¹⁴ABD’de 1975-1999 yılları arasında yıllar itibariyle mahalli idareler tarafından gerçekleştirilen menkul kıymet ihraçlarının genel yükümlülük ve gelir tahvilleri olarak ne şekilde gerçekleştirildiğine ilişkin bilgi Ek/5’te verilmektedir.

abonmanlık ücretleri ve gayrimenkullerden alınan kiralar bu tahvillerin anapara ve faiz kuponlarının geri ödemelerinde kullanılmaktadır. Proje finansmanına dayalı gelir tahvili ihracından önce projeden elde edilecek gelirlerin tahvilin ihracından kaynaklanan ödemeleri karşılayıp karşılamadığı ya da ne kadar karşıladığı ile projenin ne zaman tersine bir nakit akımı yaratmaya başlayacağı hakkında fizibilite çalışmaları yapılarak projenin gelecekteki performansı ölçülmektedir.

Yıllar içerisinde ihraç edilen gelir tahvili türlerine ilişkin örnekler aşağıda verilmektedir (Fabozzi-Fabozzi, 1995: 159-161).

2.3.4.2.2.1. Yüksek Öğrenim Gelirlerine Dayalı Tahviller (College and University Revenue Bonds): Yüksek öğrenim gelirlerine dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri, öğrenci yurdu ücretleri, okul taksitleri ve bazen de kolej ve üniversitelerin varlıklarıyla karşılanmaktadır.

2.3.4.2.2.2. Hastane Gelirlerine Dayalı Tahviller (Hospital Revenue Bonds): Hastane gelirlerine dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri genellikle sağlık hizmetleri ile ilgili olarak federal yardım programlarından alınan paylar, sağlık sigortalarından yapılan ödemeler ve hastalardan sağlık hizmeti karşılığı alınan ücretlerle karşılanmaktadır.

2.3.4.2.2.3. Havaalanı ve Liman Gelirlerine Dayalı Tahviller (Airport and Seaport Revenue Bonds): Havaalanı gelirlerine dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri, ya havaalanı iniş-kalkış ücretleri gibi hava trafiğinden elde edilen gelirlerle ya da hangar-terminal olarak kullanılan alanlardan elde edilen kiralarla karşılanmaktadır. Liman gelirlerine dayalı tahvillerde ise anapara ve faiz ödemelerinde şirketlerle yapılan liman işletmesinin kiralanmasına ilişkin anlaşmalardan elde edilen gelirler ile yükleme-boşaltma ücretleri kullanılmaktadır.

2.3.4.2.2.4. Enerji Gelirlerine Dayalı Tahviller (Public Power Revenue Bonds): Enerji gelirlerine dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri, elektrik üretimi amaçlı kurulan tesislerden elde edilen gelirlerle karşılanmaktadır. Bu tahvillerden bazılarında ihraççı enerji üretim tesisini kuran, işleten ve elde ettiği enerjiyi satan tek bir kurum iken, bazılarında ise ihraççı mahalli idare ile özel teşebbüsün bir ya da daha fazla tesiste enerji üretimi için birlikte kurmuş oldukları kuruluş olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.3.4.2.2.5. Ücretli Yol ve Petrol Ürünleri Vergisi Gelirlerine Dayalı Tahviller (Toll Road and Gas Tax Revenue Bonds): Genel olarak ücretli yol gelirlerine dayalı tahvillerin iki çeşidi bulunmakta olup, bu tahvillerin birinci türünde tahvilin anapara ve faiz ödemeleri tünel, köprü ya da otoyollardan elde edilen ücretler vasıtasıyla karşılanmaktadır. İkinci tür tahvilde ise tahvilin anapara ve faizlerinin ödemelerinde otoyolun direkt kullanım ücreti dışında petrol ürünlerinden elde edilen vergiler, motorlu taşıtların tescilinden ya da ehliyetlerden elde edilen ücretler kullanılmaktadır.

2.3.4.2.2.6. Su ve Atık Su Gelirlerine Dayalı Tahviller (Water and Sewer Revenue Bonds): Su ve atık su gelirlerine dayalı tahvilleri, su ve atık su tesislerinin ve şebekesinin

finansmanı amacıyla ihraç edilmekte olup, bu belediye hizmetini kullananlardan elde edilen aidatlar ve kullanım ücretleri ile tahvilin anapara ve faiz ödemeleri gerçekleştirilmektedir.

2.3.4.2.2.7. Endüstriyel Gelişime Dayalı Tahviller (Industrial Development Revenue Bonds): Bu tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri üretim ya da ticaret alanları ile alışveriş merkezlerindeki çeşitli ticari ve sınai etkinliklerden elde edilen gelirlerle karşılanmaktadır.

Belediye tahvilleri, yukarıda örnekleri verildiği üzere birbirlerinden farklı yüzlerce proje için ihraç edilmiş olmakla birlikte, beş ana grup etrafında sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırma çerçevesinde tahvillerin 1979 ve 1999 yıllarında hangi amaçlarla ihraç edildiği incelendiğinde (Tablo 6), 1979 yılında iki ana ihraç grubu olan genel amaçlı ve eğitim amaçlı belediye tahvillerinin ihraç tutarının toplam ihraçların %31'ini oluştururken bu oranın 1999 yılında %47'ye yükseldiği görülmektedir. İhtiyaç duyulup da karşılanamamış pek çok altyapı projesi bulunmakla birlikte bu durum, yirmi yıllık süre içerisinde genel amaçlı tahviller ile eğitim amaçlı tahvillerin belediye tahvilleri piyasasında hala hakim bir paya sahip olduğunu açıkça göstermektedir.

Kullanım Alanları	1979 (%)	1999 (%)
Genel Amaçlar	19	26
Eğitim	12	21
Sağlık	8	10
Enerji	8	2
Su, Atık Su, Gaz	8	7
Kirlilik Kontrolü	6	4
Diğer	38	29
TOPLAM	100	100

Kaynak: (TBMA, 2001: 6)

2.3.5. Mahalli İdare Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Piyasalar

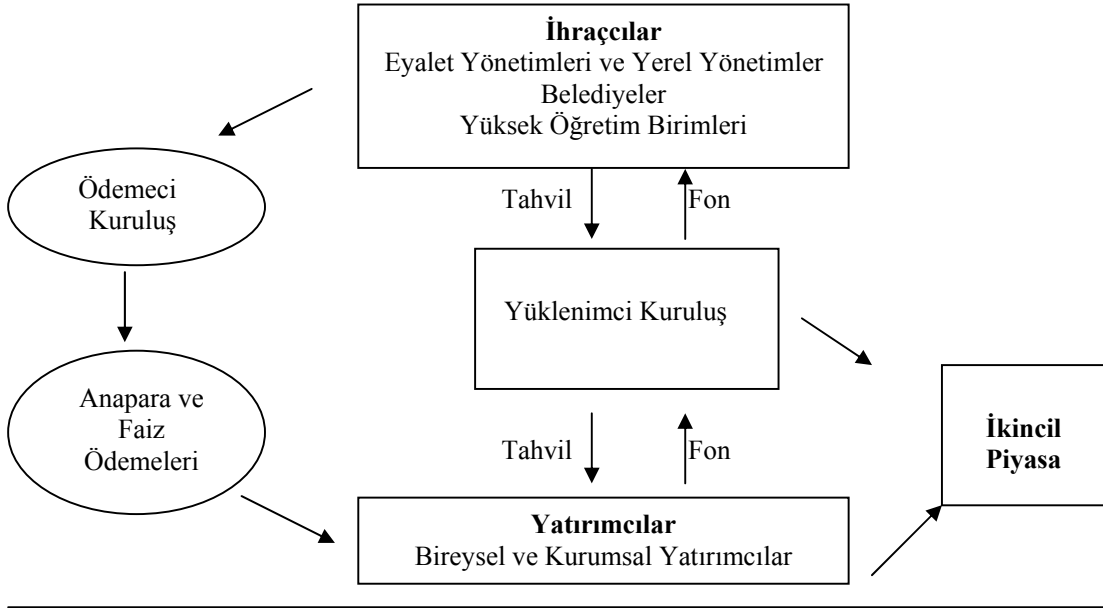
2.3.5.1. Birincil Piyasa

Belediye tahvilleri piyasası, yeni tahvil ihraçlarının gerçekleştirildiği “birincil piyasa” ile daha önce ihraç edilmiş olan tahvillerin alınıp satıldığı “ikincil piyasa”dan oluşmaktadır.

Birincil piyasada menkul kıymetler, mahalli idareler tarafından halka arz yoluyla geniş yatırımcı kitlelerine ya da tahsisli satış yoluyla sayı olarak daha küçük bir yatırımcı kitlesine satılabilmektedir.

Birincil piyasada ihraç süreci, mahalli idare tarafından yatırımların gerçekleştirilmesi ya da nakit akımlarında mahalli idare aleyhine oluşan nakit çıkışlarının kapatılması için belli miktarda bir fona ihtiyaç duyulması ile başlamaktadır. Bunun üzerine menkul kıymetin birincil piyasada ihraç edilmesi için çeşitli aşamalar gerçekleştirilir (Şekil 1).

Şekil 1. ABD’de Mahalli İdarelerin Birincil Piyasada Menkul Kıymet İhraçları Sırasında Gerçekleşen Fon Akımları



Birincil piyasada öncelikli olarak, herhangi bir menkul kıymet şirketi, bir bankanın mahalli idare menkul kıymetlerine ilişkin departmanı ya da böyle bir kurumdan bağımsız olan satıcı kurum (dealer) tarafından menkul kıymetler satın alınır. Buna “yüklenim aşaması” denilmekte olup, menkul kıymetin tahsisli olarak satılması halinde yüklenimde bulunulması gerekmemektedir. Daha sonra bu menkul kıymetler, borçlanma aracını direkt olarak satın alan kurum tarafından kurumsal ya da bireysel yatırımcılara satılmaktadır. Eğer menkul kıymet, yüklenimci tarafından satın alınmakla beraber, menkul kıymetin satışı gerçekleştirilemezse yüklenimci, portföyündeki bu menkul kıymetler satılana kadar menkul kıymetin aktifte tutulma riskini üstlenmektedir. İhraççı tarafından yatırımcı yapılan anapara ve faiz ödemeleri genellikle sabitlenmiş süreler dahilinde bir banka tarafından yapılmaktadır.

Yüklenim aşamasında menkul kıymetin yüklenimi fiyat teklifi alma (competitive sale) ya da müzakere usulü (negotiated sale) yoluyla yapılabilmektedir. Fiyat teklifi alma yoluyla gerçekleştirilen aracılık yüklenimi yüklenimciler tarafından ihraççıya kapalı zarf usulü ile faiz oranı teklifi yolu ile gerçekleştirilirken, müzakere usulüne dayanan yüklenimde ise yüklenimci ihracının kendisi tarafından karşılıklı müzakere yöntemine göre seçilmektedir. İhraç edilecek menkul kıymet tutarının büyük olduğu, aşamalarının uzun sürdüğü ve piyasadaki faiz hadlerinin yükseldiği durumlarda yüklenimin genellikle müzakere usulüne göre gerçekleştirilmesi tercih edilmekte olup, yaklaşık son yirmi yıldan

beri yüklenimlerde bu yöntemin fiyat teklifi alma usulüyle yüklemine göre daha fazla kullanıldığı görülmektedir (Mysak, 1998:40-41).¹⁵.

2.3.5.2. İkincil Piyasa

Birincil piyasada ihraç edilen belediye tahvilleri ikincil piyasa olarak tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedirler. Tahvillerin alım satımı dealerler tarafından gerçekleştirilmekte olup, tahvil dealer tarafından satıcıdan alınarak tekrar satılmak üzere aracı kuruluşun portföyünde bekletilmektedir.

Teknolojik gelişmelere paralel olarak, özellikle ikincil piyasada menkul kıymet alım satım işlemlerinde kullanılan geleneksel yöntemler değişerek bunların yerini elektronik alım-satım ve takas sistemleri almıştır.

İkincil piyasadaki bütün alım-satım işlemlerini takip eden bir merkezi birim bulunmaması nedeniyle ikincil piyasanın büyüklüğü ile ilgili tarihsel bilgi temini oldukça güçtür. İkincil piyasadaki işlem hacminin tespit edilmesi amacıyla TBMA tarafından 1998 yılının başından itibaren MSRB'nin fiyat raporları elektronik ortamda yayımlanmaya başlanmıştır. İkincil piyasadaki işlemlere ilişkin bir diğer kaynak da S&P tarafından yayımlanan Mavi Liste (*The Blue List*) olup, bu liste yaklaşık 700 broker-dealerin katılımıyla halka arz edilmiş olan 7.000 – 8.000 civarındaki menkul kıymetin günlük alım-satım fiyatları ile işlem hacimleri hakkında elektronik ortamda bilgi verebilmektedir (TBMA, 2001:105).

2.3.6. Mahalli İdare Menkul Kıymetleri Yatırımcıları Hakkında Bilgi

Mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymet piyasası incelendiğinde, üç tür yatırımcı grubunun piyasa içerisinde en büyük ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Bu yatırımcı grupları;

- a) Piyasadan doğrudan menkul kıymeti satın alan bireysel yatırımcılar,
- b) Belediye tahvili fonu gibi kapalı uçlu yatırım fonları, açık uçlu yatırım fonları, para piyasasına dayalı fonlar, banka personeli tarafından kurulan sandıklar gibi bireysel yatırımcıların dolaylı olarak mahalli idare menkul kıymetlerine yatırım yapabilecekleri birimler,
- c) Ticari bankalar, hayat ve hayat dışı sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılardır.

Bütün yatırımcıların ortak özelliği ise yatırımcıların yüksek vergi oranı üzerinden vergilendirmeleri dolayısıyla mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerden elde edilen gelirlere tanınan vergi istinasının bu yatırımcılara önemli seviyede yarar sağlamasıdır.

¹⁵ ABD'de 1975-1999 yılları arasında yıllar itibariyle mahalli idareler tarafından birincil piyasada gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının ihraç şekline ilişkin bilgi Ek/6'da verilmektedir.

Sırasıyla 1980, 1989 ve 1999 yıllarında bu üç yatırımcı grubu arasındaki mahalli idare menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar incelendiğinde¹⁶, özellikle iki gelişmenin göze çarptığı görülmektedir. Bunlardan birincisi, 1980 yılında bireysel yatırımcıların doğrudan yapmış oldukları yatırımlar ile yatırım fonları vasıtasıyla yapmış oldukları yatırımların toplam menkul kıymet portföyünün %34,3'ünü oluştururken bu oranın %74,5'e çıkması; ikincisi ise, bankaların ve sigorta şirketlerinin toplam menkul portföyü içerisindeki payının 1980 yılında %57,5 iken bu oranın %20,9'a düşmesidir. Bu durum, 1986'da ABD'de yürürlüğe giren Vergi Reform Yasası (Tax Reform Act) ve 1990 yılında yürürlüğe giren Vergi Yasası (Tax Act) ile portföylerinde mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymet bulunan ticari bankalara ve sigorta şirketlerine tanınan özellikle vergisel avantajların kaldırılması sonucunda oluşmuştur (Gray-Cusatis, 1995:21).

2.3.7. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi ve Vergilendirme Politikasının Yatırımcı Kararlarına Etkileri

2.3.7.1. Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi

ABD'de mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin federal bazda vergilendirilmesine ilişkin temel düzenlemeler Gelir Vergisi Kanunu'nun (Internal Federal Revenue) 103'üncü maddesi ile 1986 yılında yürürlüğe giren Vergi Reform Yasası ile yapılmıştır. Vergi Reform Yasası ile mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerden elde edilen faiz gelirlerinin genel olarak vergiden istisna olma durumu devam ettirilmekle beraber, daha önceki yasalardan farklı olarak vergiden istisna menkul kıymet ihracı ile ilgili olarak sınırlandırmalar getirilerek spor kompleksi ya da alışveriş merkezi inşası gibi kamusal amaçlı olmayan projelerin finansmanında kullanılacak menkul kıymetlerin vergiden istisna olma özelliği kaldırılmış, ancak bazı eyaletlerde bu menkul kıymetlerin yerel vergilerden müstesna olma vasıfları korunmuştur (TNYIF, 1988:132).

Mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetlerin yerel bazda vergilendirilmesine ilişkin yerel yönetimlerce benimsenmiş ana kural, menkul kıymetin ihraç edildiği yerel yönetim sınırları içerisinde satın alınmış olması halinde bu menkul kıymetten elde edilen faiz gelirlerinin yerel vergiden istisna kazanç olarak addedilmesidir.

2.3.7.2. Vergilendirme Politikalarının Yatırımcı Kararlarına Etkileri

Federal vergi oranlarında meydana gelen değişimler tahvil fiyatlarında ve yatırımcıların kararlarında etkili olmaktadır. Bu çerçevede yatırımcılar açısından dikkate alınan hususlar, maksimum marjinal vergi oranlarında meydana gelen değişiklikler ile mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetin elde edilmesinden kaynaklanan faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebilip indirilemeyeceğidir.

Maksimum marjinal vergi oranı, artan oranlı gelir vergisi sisteminde mükellefin en yüksek dilimde ödeyeceği vergi oranını ifade etmekte olup, bu oranda meydana gelen azalış

¹⁶ ABD'de 1980, 1989 ve 1999 yılları itibariyle mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcı kitlesine ilişkin bilgi Ek/7'de verilmektedir.

vergiden istisna belediye tahvillerine olan talebi azaltıcı bir etki yapacaktır. Nitekim 1986 yılında yürürlüğe giren vergi reform yasası ile maksimum vergi oranının %50'den %28'e düşürülmesi ile beraber mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetlere olan talepte bir azalma meydana gelmiş, 1990 yılında yürürlüğe giren Vergi Yasası'nın bu oranı %33'e yükseltilmesi mahalli idare menkul kıymetlerine olan talebi artırıcı etkide bulunmuştur (Fabozzi, 1993:144).

Özellikle kurumsal yatırımcıların kararlarını etkileyen diğer bir başka husus da mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetin elde edilmesinden kaynaklanan faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebilip indirilemeyeceğidir. Vergi Reform Yasası ile kurumsal yatırımcılar içerisinde en büyük yere sahip olan bankalar tarafından mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetin elde edilmesinden kaynaklanan faiz giderlerinin %80 oranındaki kısmının vergi matrahından indirilebilmesine izin verilmiştir. Bu düzenleme özellikle bankaların mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerine yapılan yatırımları azaltıcı bir etki yaratmıştır (Fabozzi-Fabozzi, 1995:178).

2.3.8. Mahalli İdarelerce İhraç Edilmiş Menkul Kıymetlere İlişkin Genel Riskler İle Menkul Kıymetin Geri Ödenmeme Riski (Default Risk)

2.3.8.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Genel Riskler

Mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma araçları, her ne kadar ABD Hazinesi tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerden sonra en güvenli sermaye piyasası araçları olmalarına rağmen her borçlanma aracında olduğu gibi bir takım sistematik ve sistematik olmayan riskleri bünyesinde taşımaktadır. Mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıların karşılaştıkları genel risklere ilişkin bilgi aşağıda verilmektedir (Kuhn, 1990: 770-772).

2.3.8.1.1. Piyasa Riski (Market Risk)

Bilindiği üzere borçlanma araçlarının fiyatı ile piyasa faizleri arasında negatif yönlü bir etki bulunmakta olup, bu çerçevede piyasa riski, piyasadaki faiz oranlarında meydana gelebilecek ani yükselişlerin borçlanma aracının fiyatına yapacağı olumsuz etkiden kaynaklanan risklerden oluşmaktadır. Bununla birlikte, faiz oranında meydana gelebilecek artış her borçlanma aracını aynı derecede etkilememekte olup, değişken oranlı borçlanma araçları piyasa faizlerinde meydana gelen ani yükselmelerden sabit oranlı borçlanma araçlarına göre daha az etkilenmektedirler.

2.3.8.1.2. Yeniden Yatırım Riski (Reinvestment Risk)

Bir belediye tahvili yatırımcısının potansiyel olarak üç farklı kaynaktan gelir elde etme imkanı bulunmakta olup, bunlardan birincisi ve önemlisi menkul kıymetin kupon faizlerinden elde edilecek gelirdir. Yatırımcıların ikinci gelir kaynağı, tahvilin ikincil piyasada satışından elde edilebilecek gelir olup, üçüncü gelir kaynağı ise kupon faiz gelirlerinin yeni yatırım alanlarında değerlendirilmesi suretiyle elde edilecek gelirdir.

Yeniden yatırım riski olarak adlandırılan riske göre, yatırımcı tarafından satın alınan belediye tahvilinden elde edilecek gelirin, kupon faiz ödemelerinin tahvil faiz oranının altında bir yatırım aracında değerlendirilmesi nedeniyle tahvil satın alındığında hesaplanan vadeye göre getiriye göre daha düşük çıkma riski bulunmaktadır.

2.3.8.1.3. Satın Alma Fiyatı Riski (Purchasing Price Risk)

Enflasyon riski olarak da adlandırılan satın alma fiyatı riskine göre belediye tahvillerine yapılacak yatırım çerçevesinde elde edilecek gelirin gerçekleşen enflasyon oranının altında kalarak tahvil yatırımdan elde edilecek reel getirinin negatif olması olasılığı bulunmaktadır.

2.2.8.1.4. Geri Çağırma Riski (Call Risk)

Geri çağırma riski, tahvilin mahalli idare tarafından itfa tarihinden önce yatırımcılardan toplanması durumunda yatırımcılara verilecek olan nakdin mevcut piyasa şartları altında, tahvilden elde edilecek gelire oranla daha az verimli alanlarda değerlendirilebilmesi nedeniyle yatırımcının uğrayacağı zararlardan oluşmaktadır.

Bu risklerin yanında, ikincil piyasada uygun zamanda uygun alıcının bulunmaması nedeniyle menkul kıymetin likiditesinde meydana gelebilecek azalmalar ile ihracının derecelendirme notunun düşürülmesinden kaynaklanan değer azalışları yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek diğer riskler olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.3.8.2. Menkul Kıymetin Temerrüt Riski (Default Risk)

Belediye tahvillerinde, piyasa şartlarından doğan genel risklerin yanında özellikle ihracının mali yapısındaki bozulmalardan ya da gelir tahvillerinde menkul kıymet ihracının gerçekleştirilme nedeni olan yatırımlardan elde edilecek gelirlerde meydana gelecek düşüşlerden kaynaklanan tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin gerçekleştirilememesi riski de bulunmaktadır.

2.3.8.2.1. Menkul Kıymetlerin Temerrüdünde Yaşanan Gelişmeler

Belediye tahvillerinin anapara ve faizlerinin geri ödenmemesinin ya da diğer ifade ile mahalli idareler tarafından ihraç edilmiş olan menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülüklerinden dolayı temerrüde düşülmesinin tarihçesi tahvillerin bir sermaye piyasası aracı olarak ortaya çıkması ile beraber başlamaktadır. ABD’de özellikle 1870’li ve 1890’lı yıllarda genel ekonomik koşullarda meydana olumsuz gelişlere paralel olarak mahalli idareler tarafından temerrüde düşülmesinde büyük bir artış meydana gelmiştir. Daha sonra 1930 yılında başlayarak bütün ekonomiyi temelden etkileyen Büyük Buhran dönemi sırasında mahalli idareler de bütün tahvil ihraççıları gibi bu durumdan olumsuz etkilenmiş ve bu dönemde yaklaşık 5.000 mahalli idare, ihraç etmiş olduğu tahvillerden doğan yükümlüklerinde temerrüde düşmüştür (Heide-Klein-Lederman, 1994: 495).

İkinci dünya savaşından sonra dünya ekonomisinde görülen gelişmelere paralel olarak 1945-1970 yılları arasında mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinde temerrüde düşülmesinde belirgin bir azalma meydana gelmekle beraber, 1970'li yıllarda New York ve Cleveland şehirleri ile New York State Urban Development Company tarafından ihraç edilen kısa vadeli sermaye piyasası araçlarının geri ödemelerinde temerrüde düşülmesi nedeniyle ABD'de belediye tahvillerinde temerrüt riski tekrar önem kazanmış ve mahalli idarelerce alınan borçlar üzerinde yapılan analizlerin sonuçlarına, hem yatırımcılar hem de yüklenimciler tarafından daha fazla dikkat edilmeye başlanmıştır. Bu ilgi, özellikle 1983 yılında Washington Enerji Sistemi (WPPSS) programı içerisinde nükleer enerji santrali yapımı için ihraç edilmiş olan yaklaşık 2,25 milyar \$ tutarındaki tahvillerin geri ödemelerinin gerçekleştirilememesi ile daha da artmıştır (TBMA, 2001:159).

1983 – 1992 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönem içerisinde mahalli idarelerce gerçekleştirilen tahvil ihraçları incelendiğinde¹⁷ toplam ihraç tutarının %1,2'lik kısmının (yaklaşık 18 milyar \$) geri ödemelerinde temerrüde düşüldüğü görülmektedir. Dikkati çeken bir diğer husus ise toplam ihraç tutarı içerisinde temerrüde düşülen oranın en yüksek olduğu tahvil türünün %7 ile vergiye tabi belediye tahvillerinin olmasıdır.

2.3.8.2.2. Belediye Tahvillerinin Genel Temerrüt Nedenleri

Belediye tahvillerinin anapara ve faiz ödemelerinde temerrüde düşülmesi genel olarak üç nedene dayanmakta olup, bunlardan birincisi, genel ekonomik koşullarda meydana gelen değişimler, ikincisi, mahalli idarelerin genel olarak kar amacı gütmeyen kurumlar olmaları nedeniyle faaliyetlerinin fiyatlamasının normal piyasa şartlarında değil de bir takım politik ve popülist gayelerle daha düşük bir şekilde yapılması, üçüncüsü ise seçimle iş başına gelen mahalli idare yönetimlerinin sermaye piyasaları ve finansman konusunda yeterince deneyim ve bilgi sahibi olmamalarıdır (Hausker, 1993:147).

2.3.8.2.2.1. Ekonomik Faktörler: Ekonomik bir takım faktörlerden (ekonomide meydana gelen olumsuz koşullara paralel olarak, mahalli idarelerin giderlerinde meydana gelen artış ya da gelirlerinde meydana gelen azalış nedeniyle bütçenin açık vermesi, genel yükümlülük tahvillerinde vergi gelirlerinin zamanında tahsil edilememesi ya da vergilerden elde edilen gelirlerde düşüş yaşanması, gelir tahvillerinde yatırımların zamanında bitirilememesi, yatırım maliyetlerinin artması ya da diğer nedenlerden dolayı yatırımlardan planlanan gelirlerin elde edilememesi v.b.) kaynaklanan olumsuz koşullar mahalli idarelerce sermaye piyasalarında ihraç edilmiş olan borçlanma araçlarının anapara ve faiz ödememelerinin zamanında ya da hiç yapılmamasına neden olabilmektedir.

2.3.8.2.2.2. Fiyatlamadan Kaynaklanan Faktörler: Mahalli idarelerin temel amacının kamusal hizmetlerin sağlanması olduğu dikkate alındığında, borçlanma senedi

¹⁷ 1983-1992 yıllarını kapsayan on yıllık zaman dilimi içerisinde ABD'de mahalli idarelerce gerçekleştirilen menkul kıymet ihraçlarından kaynaklanan temerrütlerin menkul kıymet türlerine göre dağılımına ilişkin bilgi Ek/8'de verilmektedir.

ihracı yoluyla gerçekleştirilen yatırımlar sonucunda elde edilecek gelirlerin düşük hizmet fiyatlaması nedeniyle tahvil anapara ve faiz ödemelerini karşılamama riski ortaya çıkmaktadır.

2.3.8.2.2.3. Yönetmel Faktörler: Mahalli idarelerde yürütme organının başının genellikle seçimle işbaşına gelmesi nedeniyle mahalli idarelerin hizmet politikalarında ve hizmetin kalitesinde dönemler itibariyle değişiklikler olabilmektedir. Özellikle menkul kıymetin ihraç edilmesinden sonra iş başına gelen yönetim kadrolarının finansman ve bütçe konusunda yeterli bilgi birikimine sahip olmamaları ya da genel yükümlülük tahvillerinde yönetimlerin tahvil ihracından elde edecekleri kaynağı verimli yatırım alanları yerine kendi tercihleri ya da kişisel menfaatleri doğrultusunda kullanmaları, gelir tahvillerinde ise yatırım maliyetlerinin bir takım nedenlerle gereksiz yere yükseltilmesi tahvilin anapara ve faiz ödemelerinde temerrüde düşülmesine neden olabilmektedir.

2.3.8.2.3. Genel Yükümlülük Tahvillerinin Temerrüt Riski Belirtileri

Mahalli idarelerce vergi gelirlerine dayalı genel yükümlülük tahvili ihracından sonra aşağıda yer alan hususlardan birinin ya da bir kaçının ortaya çıkması, tahvile ilişkin temerrüt riskini artırıcı etkide bulunmaktadır (Kuhn, 1990:780).

- Belediye sınırları içerisindeki gayrimenkullerin değerinin azalması ya da vergi borçlarını ödemeyen mükelleflerin sayısında artış meydana gelmesi,
- Diğer bölgelere göre mükelleflerin vergi yükünde artış oluşması,
- Nüfusta bir azalış meydana gelmesi,
- Belediye tarafından verilen inşaat ruhsatlarının sayısında azalış olması,
- Federal yönetimden elde edilen fiili transfer gelirlerinin bütçedeki tahmini tutarların altında kalması,
- Yıl sonu itibariyle bütçe açığı oluşması,
- Bütçe harcamalarındaki artışın yıllık enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmesi,
- Ekonomik daralma nedeniyle işsizlik oranında bir artış, toplanan gelir vergilerinde ise bir azalış meydana gelmesi.

2.3.8.2.4. Gelir Tahvillerinin Temerrüt Riski Belirtileri

Mahalli idarelerce spesifik faaliyetlere dayalı gelir tahvili ihracından sonra aşağıda yer alan hususlardan birinin ya da bir kaçının ortaya çıkması, tahvile ilişkin temerrüt riskini artırıcı yönde etki edecektir (Kuhn, 1990:794).

- Yıllık olarak üzerine gelir tahvili ihraç edilen spesifik faaliyetten elde edilen gelirlerin karşılayabildiği borç servisi toplamının azalması,
- İhraççı olarak borçlanarak elde edilen rezervler ile diğer rezervlerin devamlı ve hızlı bir biçimde kullanılarak eritilmesi,
- İhraççının yatırımlardan elde edilecek gelirlere olan finansal bağımlılığının artması ya da bütçe giderlerinin karşılanması için mahalli idarelerin varlıkları satılması,

- Yıllık olarak mali tablolar üzerinde hazırlanan bağımsız denetim raporunun kronikleşen bir şekilde yatırımcılara geç açıklanması,
- Yatırım projelerinin inşasında beklenmeyen maliyetlerin ortaya çıkması ya da inşaatta daha önceden planlanan süreye göre gecikme meydana gelmesi,
- Değişken oranlı tahvillerin faiz oranlarında piyasa şartları nedeniyle sık ve önemli derecede artışların oluşması,
- Faaliyetlerin gerçekleştirildiği tesislerde beklenmeyen bakım-onarım ve teknolojin yenilenmesi gibi masrafların ortaya çıkması,
- Genel yönetim giderlerinin aşırı derecede artması,
- Faaliyetlerden yararlanan müşteri ya da abone sayısının azalması,
- Yeni ve beklenmeyen bir rekabetçi ortamın oluşması.

2.3.9. Belediye Tahvillerinin Derecelendirilmesi ve Derecelendirme Kuruluşları

ABD sermaye piyasalarında 50.000'den fazla belediye tahvili ihraççısı bulunması ve mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin çeşitlilik göstermesi nedeniyle borca ilişkin derecelendirme, belediye tahvilleri piyasasında yatırım kararlarının verilmesi sırasında ihraççı sayısının az olduğu diğer piyasalara göre daha önemli bir rol oynamaktadır.

Derecelendirme, borçlunun borç menkul kıymet ihracından doğan anapara ve faiz ödemelerini daha önceden belirlenmiş olan zamanda ve tam olarak yapabilme olasılığının, diğer bir anlamda temerrüde düşme riskinin bir göstergesidir. Borç menkul kıymetin göreceli yatırım kalitesi hakkında güvenilir ve bağımsız bir yargıyı ifade eden derece kategorisi gerek yatırımcı, gerekse ihraççı için sonuçları açısından önemli bir bilgi kaynağı olmaktadır (Erdoğan, 1999:7-8). Ayrıca pek çok ihraççı mahalli idare hakkında piyasada güvenilir ve kamuya yansıyan bilgilerin az olması nedeniyle derecelendirme menkul kıymetin güvenliği açısından temel ölçüm aracı olarak görülmektedir.

Derecelendirme sırasında derecelendirmeyi yapan kuruluş tarafından alfabetik ya da numerik semboller kullanılmakta olup, üç büyük derecelendirme kuruluşu bazında riskin değerlendirilmesine yönelik olarak kullanılan sembollere ilişkin bilgi Ek/9'daki tabloda verilmektedir. Bütün derecelendirme kuruluşlarının birbirlerinden farklı kategorileri bulunmakla beraber genel olarak piyasada kullanılan en yüksek derecelendirme notu AAA olarak belirtilmektedir.

Tahvil ihracından önce yüklenimci kuruluş ve finansal danışman tarafından ihraççı adına derecelendirme kuruluşları nezdinde girişimlerde bulunularak derecelendirme gerçekleştirilmektedir. Buna ek olarak, derecelendirme kuruluşu tarafından mahalli idareye verilen derecelendirme notu, çeşitli dönemlerde yapılan incelemeler doğrultusunda değiştirilebilmektedir. Mahalli idarelerce yapılan menkul kıymet ihraçlarına ilişkin olarak piyasada üç derecelendirme kuruluşunun ağırlığı bulunmakta olup, bunlardan Moody's Investor Service Inc. (Moody's) 1909 yılından beri, S&P 1940 yılından beri, Fitch IBCA (Fitch) ise 1913 yılından beri belediye tahvillerine derecelendirme hizmeti vermektedir.

Belediye tahvillerinde, ortanın altı (lower-medium) dereceye isabet eden “BBB” notunun aşağısında bir derecelendirme notuna sahip menkul kıymetler bireysel yatırımcılar tarafından riskli bulunarak genellikle tercih edilmemekte olup, düşük derecelendirme notuna sahip menkul kıymetlere yüksek risk – yüksek getiri bileşimini tercih eden yatırım fonları tarafından yatırım yapılmaktadır.

Derecelendirme ile menkul kıymete ilişkin olarak temel olarak bir soruya cevap aranmakta olup, bu soru menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğidir. Pek çok durumda derecelendirme kuruluşları tarafından belediye tahvillerine verilen derecelendirme notları bu soruya en uygun yanıtı vermekle beraber, küçük ancak kayda değer bir takım örnekler derecelendirme kuruluşlarınca verilen derecelendirme notlarının tek başına ne kadar güvenilir olduğunun piyasadaki katılımcılar tarafından tekrar değerlendirilmesine neden olmuştur. Buna neden olan olayların başında, 1929 yılında derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme işlemine tabi tutularak 1932 yılında geri ödenememe tehlike içerisine giren belediye tahvillerinin %78’inin AA derecesi ya da daha iyi bir derece ile, %48’inin ise en yüksek not olan AAA derecesi ile değerlendirilmiş olması gelmekte olup, yakın geçmişten duruma en iyi örnek ise 1983 yılında WPPSS programı içerisinde nükleer enerji santrali yapımı için ihraç edilmekle beraber anapara ve faiz geri ödemelerinde temerrüde düşülen 4. ve 5. seri, 2,25 milyar \$’lık tahvillerin satışının Moddy’s’in A-1 ve S&P’nin A-artı derecelendirme notu altında gerçekleştirilmesidir (Fabozzi-Fabozzi, 1995:167)¹⁸.

2.3.10. Tahvil Sigortası ve Banka Teminatı

Belediye tahvillerinin anapara ve faizlerinin tutarlarının ihraççı tarafından geri ödenememe riskine karşı olarak riskin belirlenmesine yardımcı olan derecelendirme faaliyetlerinin yanında, tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinin sigorta şirketi tarafından sigortalanması ve tahvil geri ödemelerine ilişkin olarak bir banka tarafından teminat verilmesi temerrüt riskini neredeyse tamamen ortadan kaldıran yöntemler olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.3.10.1. Tahvil Sigortası

Tahvil sigortası, ihraççı mahalli idarenin tahvil ihracından kaynaklanan anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapamaması durumunda, bu ödemelerin sigorta şirketi tarafından yapılacağına dair bir taahhüdü içermekte olup, tahvil sigortası ile yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemeleri güvence altına alınmaktadır. Genelde tahvil sigortası tahvil ihracının birincil piyasada gerçekleştirilmesinden önce ihraççı ile sigorta şirketi arasında yapılan anlaşma ile yürürlüğe girmekle birlikte tahvilin sigortasız olarak ihraç edilmesi durumunda ikincil piyasada yatırımcı ya da dealer tarafından tahvilin gelecekteki anapara ve faiz ödemeleri de sigortalanabilmektedir. Sigorta genellikle tahvilin itfa tarihine bütün anapara ve faiz ödemelerini kapsamaktadır.

¹⁸ Genel yükümlülük ve gelir tahvillerinin derecelendirme notuna etki eden faktörlere ilişkin bilgi Ek/10’da verilmektedir.

Belediye tahvillerinin ABD’de sigortalanmasına American Municipal Bond Assurance Corporation Şirketi (AMBAC)’nin 1971 yılında kurulması ile başlanmış olup, bu tarihten beri konusu sadece belediye tahvillerinin sigortalanması olan ya da çok amaçlı sigorta şirketleri bu piyasaya katılmışlardır. Bugün AMBAC dışında piyasadaki büyük katılımcı sigorta şirketleri Financial Guaranty Insurance Company (FGIC), Financial Security Assurance Inc. (FSA) ve Municipal Bond Investors Assurance Corporation (MBIA) olup söz konusu dört kuruluş tarafından sigortalanan tahvillere S&P, Moody’s ve Fitch tarafından en yüksek derecelendirme notu verilmektedir. Ayrıca 1999 yılı içerisinde sigortalanan belediye tahvillerinin %97’si bu dört sigorta şirketi tarafından gerçekleştirilmiştir (TBMA, 2001:13-14).

Belediye tahvillerinin sigortalanmasına ilişkin trendler göre, tahvil ihracı sırasında tahvil sigortasının kullanımında özellikle 1980 yılından beri önemli bir artış meydana gelmiştir¹⁹. 1980 – 1999 yılları arasında gerçekleştirilen mahalli idarelerce gerçekleştirilen uzun vadeli menkul kıymet ihracı incelendiğinde, 1980 yılında ihrac edilen menkul kıymetlerin sadece %2,5 oranındaki kısmının sigortalı olarak gerçekleştirilirken, 1999 yılında yapılan toplam 226,8 \$ milyar \$ tutarındaki uzun vadeli menkul kıymet ihracının %46,2 oranındaki kısmının sigortalandığı görülmektedir.

Tahvil sigortasının temel yararları; riskin azalması nedeniyle ihracılar açısından faiz maliyetlerini düşürmesi, yatırımcılara menkul kıymet üzerinde yüksek bir güvenlik sağlaması ve menkul kıymetin ikincil piyasada pazarlanabilirliğini ve likiditesini artırması olarak sayılabilmektedir.

2.3.10.2. Banka Teminatı

Yaklaşık yirmi yıldır belediye tahvil sigortalarının dışında, mahalli idareler tarafından ihrac edilen kısa ve uzun vadeli borçlanma senetleri, ticari bankalar tarafından sağlanan çeşitli türdeki teminatlar ile desteklenmektedir. Banka teminatı ile desteklenen tahvil ihracı genellikle menkul kıymetin pazarlanabilirliğini artıran bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankalar tarafından sağlanan teminatların çeşitli türleri olup bu türlerden en çok kullanılanları teminat mektupları ve şartlı teminat sözleşmeleridir.

2.3.10.2.1. Teminat Mektupları (Letters of Credit)

Teminat mektupları, borçlanma araçlarının anapara ve faizlerinin ödenmesinin garanti altına alınması için bankalar tarafından verilen taahhütnameler olup, menkul kıymetin ihracı sırasında mahalli idarenin menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmede bir zaafı bulunduğu dair piyasada bir beklentinin oluşması durumunda tahvilin satılabilmesi için kullanılmaktadır. İhraççının yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda teminat mektupları çözülerek yatırımcının talepleri karşılanmaktadır.

¹⁹ ABD’de 1980-1999 yılları arasında mahalli idarelerce ihrac edilen uzun vadeli menkul kıymetlerden sigortalı olarak ihrac edilenlere ilişkin bilgi Ek/11’de verilmektedir.

Teminat mektuplarının geçerlilik süresi genellikle 1-10 yıl arasında olup, teminat mektupları bu özelliği ile tahvil sigortalarına göre daha kısa süreli bir teminat aracıdır. Bununla birlikte teminat mektupları, teminat süresinin dolması durumunda periyodik olarak yenilenebilmekte ya da eski teminat mektubu iptal edilerek yerine yeni bir teminat mektubu alınabilmektedir. Teminata ilişkin sözleşme genellikle teminatı veren banka ile menkul kıymetin depocu kuruluşu arasında yapılmakta olup, bu sözleşme çerçevesinde banka, menkul kıymetten kaynaklanan her türlü ödemenin kayıtsız şartsız yerine getirileceği hususunda depocu kuruluşta taahhütte bulunmaktadır.

Genellikle teminat mektupları iki amaç için kullanılmakta olup, bunlardan birincisi, yatırımcının gözünde menkul kıymete karşı olan güveni artırmak, ikincisi ise duyulan güven çerçevesinde menkul kıymete ikincil piyasada daha fazla likidite sağlayabilmektir.

1980 – 1999 yıllarını kapsayan yirmi yıllık bir dönem incelendiğinde teminat mektubu kullanımı yolu ile belediye tahvili ihraçlarının toplam tahvil ihracı içerisindeki payının dalgalanma gösterdiği görülmektedir²⁰. 1980 yılında teminat mektuplu belediye tahvillerinin ihraç edilen belediye tahvilleri içerisindeki payının %0,2 iken bu payın 1985 yılında zirveye ulaşarak %18,6'ya yükseldiği, 1985 yılından sonra ise giderek azalarak 1999 yılı itibarıyla %5,4'e gerilediği görülmektedir. Bu dalgalanmanın nedenleri arasında; teminat mektuplarının maliyetinin tahvil sigortalarına göre daha masraflı olması, teminat mektubunun verilmesi sırasında bankalar tarafından yapılan incelemelerin uzun bir prosedürünün olması, teminat mektuplarının 1980'li yıllarda bankaların bilanço dışı yükümlülükleri arasında yer almakta iken, 1990'da bankacılık mevzuatında meydana gelen değişikliklerle bu teminatların bilanço içerisine alınarak sermaye yeterliliği hesaplarına konu edilmesi başta gelen unsurlardır (Gray-Cutasis, 1995:31-32).

2.3.10.2.2. Şartlı Teminat Sözleşmeleri (Line of Credit)

Şartlı teminat sözleşmeleri, bazı şartların yerine getirilmesi ya da bazı koşulların mevcut olmaması durumunda ihraççıya fon sağlanacağına dair banka tarafından verilen taahhütleri içeren sözleşmelerdir. İhraççıya verilen bu tarz teminatlar genellikle kısa vadeli menkul kıymetlere likidite sağlanması amacıyla kullanılmaktadır. Şartlı teminat sözleşmelerini teminat mektuplarından ayıran en büyük özellik, sözleşme çerçevesinde bazı koşullar altında teminatın geçersiz kalabilmesidir. Bu koşullar, ihraççının başka bir borcundan dolayı temerrüde düşmesi, ihraççının iflas etmesi ya da ihraççının derecelendirme notunun değişmesidir.

²⁰ ABD'de 1980-1999 yılları arasında mahalli idarelerce ihraç edilen uzun vadeli menkul kıymetlerden teminat mektuplu olarak ihraç edilenlere ilişkin bilgi Ek/12'de verilmektedir.

2.3.11. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Menkul Kıymetlere İlişkin ABD'deki Hukuki Düzenlemeler İle Düzenleyici Otoriteler

2.3.11.1. Menkul Kıymetler Yasası ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası Düzenlemeleri

ABD'de, sermaye piyasalarının temel düzenlemeleri olan Menkul Kıymetler Yasası (Securities Act of 1933) ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası (Securities Exchange Act of 1934)'nin kanunlaşma sürecinde ABD Kongresi tarafından, mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetler, Menkul Kıymetler Yasası'nda yer alan hükümler çerçevesinde SEC'ne kayıt yükümlülüğünden ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nda yer alan hükümler çerçevesinde periyodik raporlama yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Bu iki Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihten itibaren 1970'li yılların başına kadar belediye tahvilleri piyasası, federal yasalarda yer alan düzenlemelerden diğer piyasalara nazaran daha muaf olan bir piyasa görüntüsüne bürünmüştür. Buna ek olarak Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nın 15(a) bölümünde yapılan düzenleme ile tezgah üstü piyasalarda aracı kurumlar birliklerine SEC düzenlemelerine tabi olma yükümlülüğü getirilirken bu birliklere üye olan kuruluşların SEC tarafından kayda alınması gibi bir düzenlemede bulunulmamış ve bu şekilde öz düzenleyici kuruluşlar nezdinde SEC düzenlemeleri uygulanarak aracı kurumların gözetim ve denetim faaliyetleri bu kuruluşlara bırakılmıştır.

Bununla birlikte, 1970'li yıllardan itibaren bireysel yatırımcıların belediye tahvillerine olan ilgisinin artması ve buna bağlı olarak sermaye piyasalarının mahalli idareler tarafından fon temininde daha sık kullanılmaya başlanması ile birlikte belediye tahvillerinin birincil ve ikincil piyasadaki işlem hacimlerinde bir artış meydana gelmiştir. Meydana gelen bu artışa paralel olarak piyasada, yatırımcıları aldatmaya yönelik manipülatif işlemler yapılmaya başlanmış ve bu konuda yatırımcılardan gelen şikayetlerin artması üzerine belediye tahvilleri piyasasında da kamunun aydınlatılmasına yönelik düzenlemelerde bulunulması gerekliliği ortaya çıkmıştır.

New York Belediyesi'nde baş gösteren finansal krizin de etkisiyle federal yönetimin belediye tahvilleri piyasasında kurulmuş olan öz düzenleyici yapıya olan güveni sarsılmış ve krizin yaşandığı 1975 yılında Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nda yapılan değişikliklerle mahalli idarelere ilişkin menkul kıymetlerin yüklenim ve alım-satım faaliyetlerinde bulunan aracı kuruluşlar ve bankaların SEC'ne düzenlemelerine tabi olmama istisnaları ortadan kaldırılmıştır. Bu çerçevede, anılan faaliyeti yerine getiren aracı kuruluşlar, SEC'nin denetimi ve gözetimi altına girmişlerdir. Aynı yıl Menkul Kıymetler Yasası'nda yapılan değişikliklerle aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen mahalli idare menkul kıymet işlemlerinin düzenlenebilmesi açısından MSBR kurulmuştur.

Bununla birlikte, 1975 yılında yapılan düzenlemeler çerçevesinde mahalli idarelerce gerçekleştirilen ihraçların daha önce de olduğu gibi SEC'ne kayıt yükümlülüğünden istisna tutulması, menkul kıymet ihracı sırasında kamunun aydınlatılmasının ne şekilde yapılacağı hususunda yüklenimciler, ihraççılar ve aracı kurumlar arasında bir karışıklığa yol açmıştır. İhraççılar için kamuyu aydınlatma yükümlülüğü hafifletilmiş olsa da ihraççılar dahil olmak

üzere piyasadaki bütün katılımcıların yapacakları manipülatif işlemlere Menkul Kıymetler Yasası ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nda yer alan hükümlerin uygulanabilmesine imkan tanınmıştır. Bu çerçevede 1975 yılında Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nın 10(b) bölümüne getirilen Kural 10b-5 hükmü ile, her türlü menkul kıymetin alım satım işlemleri ile ilgili olarak, belli bir konuda gerçek olmayan beyanlarda bulunulmasının ya da yapılması gerekli bir açıklamanın ihmal edilmesinin, bu fiili gerçekleştiren herkes açısından suç olduğuna hükmedilerek, özellikle alım-satım işlemlerinde yatımcıyı aldatmaya yönelik her türlü işlemin Federal Kanunlar kapsamında bu yapan kişi ya da kurum aleyhine sorumluluk doğuracağına altı çizilmiştir.

Yukarıda da görüldüğü üzere her ne kadar Menkul Kıymetler Yasası ve Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nda yer alan düzenlemeler çerçevesinde mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ihraççı mahalli idareye doğrudan doğruya menkul kıymetin SEC kaydına alınması ya da kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmemekle beraber SEC ve MSRB tarafından yapılan bir takım düzenlemeler ile anılan Kanunlardaki boşluklar doldurulmaya çalışılmıştır.

2.3.11.2. Kural 15c2-12

Mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasada doğrudan yatırımcının aydınlatılmasına yönelik ilk düzenleme, 1989 yılında SEC tarafından kabul edilerek 01.01.1990 tarihinden itibaren yürürlüğe giren Kural 15c2-12 düzenlemesidir. Bu düzenleme ile yatırımcıların aydınlatılmasına yönelik dokümanların hazırlanması ve ilan edilmesi hususunda yüklenimciye sorumluluk getirilmiştir. Yüklenimcinin ihraca ilişkin bilgileri ihraççıdan elde etmesi gerekliliği nedeniyle ihraççının da bu dokümanları yüklenimciye verme yükümlülüğü doğmuştur. Kural 15c2-12 düzenlemesinde 1996 yılında yapılan değişiklikle, birincil piyasada yapılan halka arzlardan sonra yatırımcıların sürekli olarak aydınlatılması için gerekli bilgilerin yüklenimciye verileceğine dair yüklenimciler tarafından ihraççılardan taahhütname alınması zorunluluğu getirilmiştir.

Genel olarak Kural 15c2-12 ile toplam ihraç değeri 1.000.000,- \$ ya da üzerinde olan menkul kıymetlerin birincil piyasada halka arzına katılan yüklenimcilere, menkul kıymetin halka arzından önce resmi beyanın ihraççıdan temin edilerek, resmi beyandaki bilgilerin doğruluğunun araştırılması sorumluluğu getirilmiştir.

Bununla birlikte, menkul kıymetlerin kupür büyüklüklerinin 100.000,- \$ veya katları şeklinde belirlenmiş olması durumunda a) menkul kıymetin vadesinin dokuz ay ya da daha kısa olarak belirlenmiş olması, b) menkul kıymetin faizinin değişken faiz oranı üzerinden belirlenmiş olması, c) menkul kıymetin satışının 35 ya da daha az nitelikli yatırımcıya yapılarak bu yatırımcılar tarafından menkul kıymetin başka yatırımcılara satılmayacağına engellenmesi durumunda mahalli idarelerce birincil piyasada ilk kez ihraç edilecek, bu şartlara sahip menkul kıymetlerin halka arzının Kural 15c2-12 ile getirilen düzenlemelerden muaf olacağına hükmedilmiştir.

Kural 15c2-12 ile getirilen bir diğ er düzenleme ise menkul kıymetin birincil piyasada ihraç edilmesinden sonra menkul kıymetle ilgili olarak meydana gelecek değişiklikler hakkında kamuyu aydınlatma yükümlüğüdür. Buna göre mahalli idarelerce gerçekleştirilen toplam ihraç değeri 10.000.000 \$ ve üstünde olan menkul kıymet ihraçlarında, ihraççı tarafından halka arza ilişkin resmi beyan ve bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tabloların yanında, eğer gerçekleşmesi halinde aşağıda verilen 11 özel duruma ilişkin açıklamaların MSRB'a gönderilerek yatırımcılara ilan edilmesi gerektiğine hükmedilmiştir. Bu özel durumlar; a) Menkul kıymetin anapara ve faizlerinin geri ödenmesinde zorluğa düşülmesi, b) Geri ödenmeden kaynaklanan temerrüt risklerinin oluşması, c) Finansal problemler nedeniyle mahalli idarenin almış olduğu kredilerin geri çağırılması, d) Finansal problemler nedeniyle mahalli idarenin yapmış olduğu kredi bağlantılarının ertelenmesi, e) Mahalli idareye fon sağlayan kuruluşların bu yükümlülüklerini yerine getirememesi, f) Menkul kıymetin vergiden istisna olduğuna ilişkin hukuki görüşte değişiklik meydana getirecek bir olayın gerçekleşmesi, g) Menkul kıymet yatırımcılarının haklarında bir değişiklik olması, h) Tahvilin geri çağırılması, i) Tahvilin iptal edilmesi, j) Menkul kıymetin geri ödemesinde kullanılacak menkul ya da gayrimenkullerin, satılması ya da takas edilmesi, k) Menkul kıymetin derecelendirme notunun değişmesidir.

Yukarıda yer alan hususlar çerçevesinde menkul kıymetlerin birincil piyasada ihraç edilmesi sırasında hazırlanan resmi beyan ile menkul kıymetin ikincil piyasada işlem görmesi sırasında gerçekleşen özel durum açıklamalarının kamuya duyurulması, bu bilgilerin sadece MSRB'ye gönderilmesi ile gerçekleşmekte olmayıp, bilgilerin ayrıca mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin SEC tarafından resmi olarak kabul edilen ülke genelinde onaylanmış mahalli idare menkul kıymetleri bilgi depolarına (NRMSIR)²¹ da gönderilmesi gerekmektedir.

2.3.11.3. MSRB ve MSRB Tarafından Yapılan Düzenlemeler

MSRB, 1975 yılında ABD Kongresi tarafından kurulan, temel görevi mahalli idarelerce ihraç edilmiş menkul kıymetlere ilişkin piyasada düzenlemelerde bulunmak olan, bununla birlikte denetim ve gözetim yetkisi bulunmayan bağımsız bir öz düzenleyici kurumdur. Bu piyasada faaliyette bulunan aracı kurumlar, banka aracı kurumları ve brokerlar MSRB'nin düzenlemelerine tabi olmakla birlikte, ihraççı mahalli idareler hakkında düzenlemelerde bulunulması MSRB'nin yetki alanı dışında bırakılmıştır.

MSRB'nin karar organı 15 üyeden oluşmakta olup, bu üyelerin beşi aracı kurumların, beşi banka aracı kurumlarının temsilcilerinden, geriye kalan beşi ise bu kuruluşların kontrolü altında olmayan bağımsız kişilerden oluşmaktadır.

MSBR tarafından yapılan faaliyetler arasında, aracı kurumlar içerisinde mesleki standartların belirlenmesine, uygulamada birliğin sağlanmasına, aracı kurumlar tarafından alım-satım işlemlerine ilişkin kayıtların saklanmasıyla ilişkin düzenlemelerde bulunmak,

²¹ Nationally Recognised Municipal Securities Information Repository

aracı kurum personelinin lisanslama faaliyetlerini gerçekleştirmek, menkul kıymetlerin yüklenimi, halka arzı ve ikincil piyasada alınıp satılması işlemlerinde MSRB'ye yapılacak olan bildirimlere ilişkin standart formları hazırlamak yer almaktadır.

MSRB tarafından alınan kararlar SEC'in onayına tabi olup, kararların uygulanıp uygulanmadığının denetlenmesinde MSRB'nin yetkisi bulunmamaktadır. Bu yetki, kimi durumlarda SEC'e, kimi durumlarda ise Milli Aracı Kuruluşlar Birliği'ne²² tanınmıştır.

2.4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN DİĞER ÜLKELERİN SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI

Sadece ABD'de değil, gelişmiş ya da gelişmekte olan diğer ülkelerde de, hızla artan kentleşmeye paralel olarak altyapı yatırımlarının finanse edilmesi sorunu gündeme gelmiş ve bu nedenle çeşitli tekniklerle mahalli idarelere finansman kaynakları sağlanmaya çalışılmıştır. Sadece Asya'nın üç büyük ülkesi Çin, Hindistan ve Endonezya'da 25 yıl içerisinde hızlı kentleşmeden kaynaklanan altyapı yatırım projelerine yılda ortalama 280 milyar \$ harcanacağı tahmin edilmektedir (Peterson, 2000:1). Bu harcamaların finansmanında kimi ülkelerde yerel vergilerin kapsamı ya da miktarı artırılarak mahalli idarelere fon sağlanırken, kimi ülkelerde de mali ve sermaye piyasalarından fon temininde mahalli idarelere bir takım kolaylıklar getirilmektedir.

Batı Avrupa ülkelerinde mahalli idarelerin fon temini genellikle bu konuda ihtisaslaşmış kurumsal bankalardan alınan uzun vadeli kredilerle karşılanırken, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan diğer bir takım gelişmekte olan Doğu Avrupa ülkeleri ile Brezilya ve Arjantin gibi Latin Amerika ülkelerinde ve Asya'da, mahalli idarelerce borçlanma araçlarının ulusal ya da uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilmesi suretiyle fon teminine gidilmektedir. Bu çerçevede Dünya Bankası verilerine göre Dünya genelinde 1991 – 1999 yılları arasında toplam 22 gelişmekte olan ülkenin mahalli idarelerince tahvil ihracına gidilmiş olup, bu dönem içerisinde toplam 372 mahalli idare tarafından 1.189 adet menkul kıymet ihraç programı gerçekleştirilmiştir²³.

2.4.1. Avrupa Ülkelerinde Yaşanan Gelişmeler

Avrupa genelinde mahalli idarelerce ihraç edilen menkul kıymetler incelendiğinde bu piyasanın ABD'de göre daha az geliştiği görülmektedir. Barclays Capital tarafından yapılan bir araştırmaya göre 1998 yılı Haziran ayı itibarıyla Avrupa genelindeki mahalli idarelerce ihraç edilmiş olan borçlanma senetlerinin toplam ihraç tutarı 94 milyar \$ olup, bu tutar merkezi yönetimlerce yapılan toplam borçlanmaların %2,5'ine tekabül etmektedir. Rapora göre bu oran ABD'de %33, Kanada'da ise %57'dir (Euroweek – Municipal Finance Report)²⁴.

²² National Association of Securities Dealers

²³ <http://www.worldbank.org/html/fpd/urban/cmd/frontpag.htm>

²⁴ <http://www.euroweek.com/public/reports/592/1.html>

Avrupa’da sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerin başında gelen İngiltere’de mahalli idarelerin finansman ihtiyaçlarının giderilmesinde sermaye piyasalarından fon temin edilmesi yolunun çok az kullanıldığı, 1996 yılının Kasım itibariyle İngiltere’deki tahvil piyasası içerisinde mahalli idarelerce ihraç edilmiş borçlanma senetlerinin payının %0,2 olduğu görülmektedir. Bunda en önemli etken, bir kamu kuruluşu olan Public Works Loan Board tarafından mahalli idarelere düşük maliyetli ve uzun vadeli kredi tesis edilmesidir (Battley,1997). Nitekim İngiltere’de mahalli idarelerce yapılan borçlanmaların %85’ten daha fazla orandaki kısmı bu kuruluşun fonları ile gerçekleştirilmektedir (Peterson, 2000:27). Bununla birlikte diğer gelişmiş Avrupa ülkelerinden özellikle Almanya ve İtalya’da mahalli idarelerin sermaye piyasalarından yararlanması konusunda eskiye oranla bir takım gelişmeler meydana gelmiştir.

Gelişmiş Avrupa ülkelerine oranla Doğu Avrupa ülkeleri ve Rusya’da mahalli idarelerin tahvil ihracı yolu ile sermaye piyasalarında fon temininde büyük gelişmeler meydana geldiği gözlenmektedir. Doğu Avrupa ve Rusya’daki büyük şehir belediyelerince 1990’lı yıllardan sonra eurobond piyasalarında menkul kıymet ihraçları gerçekleştirilmiş ve halen de gerçekleştirilmektedir. Bu ihraçlara örnek olarak Prag Şehri Belediyesi tarafından 1994 yılında uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen, 5 yıl vadeli, 250 milyon \$’lık, değişken faiz ödemeli “BBB” derecesine sahip tahvil ihracı verilebilmektedir (El Daher, 1997).

2.4.2. Asya Ülkelerinde Yaşanan Gelişmeler

Asya ülkelerindeki mahalli idarelerce gerçekleştirilen menkul kıymet ihraçları incelendiğinde özellikle Kore ve Japonya’daki mahalli idareler tarafından menkul kıymet ihraçlarının gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu çerçevede Kore’de Seul Şehri Belediyesi tarafından metro gelirlerine dayalı tahviller ihraç edilmiş olup, bu tahvillerin 1999 yılı Ekim ayı itibariyle Kore’de ihraç edilen tahviller içerisindeki payı %1,17’dir (OECD, 2001:348).

Japonya’da mahalli idarelere ihraç edilen tahviller incelendiğinde, tahvilin halka arzı için sadece büyük bir bütçeye sahip ve köklü geçmişi olan mahalli idarelere izin verildiği ve halka arzın İçişleri Bakanlığı tarafının onayının alındıktan sonra yapılabildiği görülmektedir. Ayrıca halka arz sırasında tıpkı ABD’de olduğu gibi tahvilin yükleniminin bir aracı kurum ya da banka tarafından önceden sağlanması gerekmektedir. Bu çerçevede 1998 yılı sonu itibariyle İçişleri Bakanlığı tarafından toplam 28 belediyeye tahvil halka arz izni verilmiş olup, bu izinlere istinaden yaklaşık 13 trilyon JPY tutarında tahvil halka arz edilmiştir. Gerçekleştirilen tahsisli satışlarla beraber bu tutar yaklaşık 48 trilyon JPY’ne ulaşmaktadır²⁵.

2.5. ÜLKEMİZDE SERMAYE PİYASALARINDA MAHALLİ İDARELERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA ARAÇLARI

Ülkemizde, mahalli idareler ya da mahalli idarelere bağlı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen ya da gerçekleştirilmeye çalışılan menkul kıymet ihraçları incelendiğinde, yurt içinde olmamakla birlikte uluslararası sermaye piyasalarında Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından gerçekleştirilmiş tahvil ihraçlarının bulunduğu, bunun dışında İSKİ

²⁵ <http://www.mizuho-sc.com/english/ebonds/municipal>

Genel Müdürlüğü tarafından Kurulumuza yapılmış, ancak gerekli bilgi ve belgelerin iletilmemesi nedeniyle işlem den kaldırılmış bir tahvil ihraç başvurusunun olduğu görülmektedir. Ayrıca mevcut durum itibarıyla İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ihracına yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

2.5.1. Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin Tahvil İhraçları

1990 – 1992 yılları arasında Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından Ankara Şehirlerarası Otobüs Terminali ve Dikmen Vadisi Konut ve Çevre Geliştirme projelerinde kullanılmak üzere Dünya Bankası'nın da desteği ile uluslararası piyasalarda tahvil ihraç edilmiş olup, bu çerçevede Hazine Müsteşarlığı'ndan herhangi bir teminat alınmaksızın bir tanesi Almanya'da, dört tanesi ise Japonya'da olmak üzere toplam beş defa tahvil ihracına gidilmiştir. Yapılan tahvil ihraçlarına ilişkin bilgi Tablo 7'de verilmektedir.

İhraç Tarihi	Aracı Banka	Tutar(Milyon)	Vade(Yıl)	Faiz	Piyasa
09.10.1990	DG Bank	150 DM	5	10,25	EuroDM
05.06.1991	Nomura-Mitsui Bank	8.500 Yen	5	8,4	Shibosai
18.10.1991	Nomura Bank	5.000 Yen	1,9	Libor+1,05	Shibosai
17.03.1992	Nomura Bank	4.600 Yen	5	7,6	Shibosai
15.10.1992	Nomura Bank	50.000 Yen	5	6,8	Samurai

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Ankara Büyükşehir Belediyesi sağlıklı bir mali yapıya sahip olduğunu göstermek, finansman desteği öngörülen projelerin gerçekçi ve yapılabilir olduklarını kanıtlamak için S&P'a derecelendirme yaptırarak “BBB” derecelendirme notu ile tahvil ihracını gerçekleştirmiştir (Göymen, 1997:84). Bununla birlikte, 1996 yılında tahvil ihracından doğan yükümlülükler de dahil olmak üzere Ankara ve İstanbul Büyükşehir Belediyeleri tarafından yurtdışı piyasalardan elde edilen fonların geri ödemelerinde sıkıntıya düşülmüş ve 1996 yılının Haziran ayı itibarıyla söz konusu iki Büyükşehir belediyesi tarafından Alman ve Japon bankalarına ve tahvil sahiplerine ödenmesi gereken yaklaşık 400 milyon \$ tutarındaki borç ödemesi ertelenmiştir. Bu gelişme üzerine ülkenin bu olumsuz koşuldan etkilenmemesi amacıyla söz konusu borçlar, Hazine Müsteşarlığı tarafından üstlenilmiştir (Peterson, 2000:15).

1992 – 1999 yılları arasında Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından Hazine Müsteşarlığı garantisi olmaksızın yurt dışından elde edilmekle beraber sonradan çeşitli nedenlerle Hazine tarafından üstlenilen 1.222.154 bin \$ tutarındaki borcun 787,5 milyon \$ tutarındaki kısmı yurtdışı piyasalarda ihraç edilen bu tahvillerin anapara ve borç ödemelerinden kaynaklanmaktadır (DPT,2001:57)²⁶.

²⁶ Hazine Müsteşarlığı'nın verilerine göre 1992-1999 yılları arasında mahalli idareler ve onlara bağlı kuruluşlar tarafından geri ödenme sıkıntısı içerisine düşülmesi nedeniyle Hazine tarafından üstlenilen borçların toplam tutarı yaklaşık 3.430 milyon \$'dır. Ayrıca belediyelerin 1983-1999 yıllarında aldıkları dış kredinin %54'ü Hazine tarafından üstlenilmiştir.

Başta Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin tahvil ihracından kaynaklanan yükümlülükleri olmak üzere belediyelerin yurt dışından aldıkları kredileri ödeyememeleri karşısında Hazine Müsteşarlığı Bütçe Kanunu'na 1997 yılında performans kriteri, 1998 yılında belediyelerin Hazine garantisi ile sağlanan dış kredileri için 700 milyon \$ tutarında borçlanma limiti, 1999 yılı içinse sadece belediyelerin ticari koşullarda sağlanan dış borçlarına 500 milyon \$ tutarında limit getirilmiştir. Ayrıca mevcut durum itibarıyla İçişleri Bakanlığı tarafından Başbakanlığa gönderilen "Mahalli İdarelerle İlgili Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı"nda belediyelerin borçlanmasına ilişkin hükümleri içeren 1580 sayılı Kanun'un 72'nci maddesinde; dış borçlanmaların sadece yatırım programlarında yer alan projelerin finansmanı amacıyla yapılabileceğine, dış borçlanmalar ile vadesi seçim dönemini aşan iç borçlanmalar için Hazine Müsteşarlığı'nın izninin alınmasının zorunlu olduğuna ve borçlanmaların yıllık anapara ve faiz tutarının yıllık belediye bütçe gelirlerinin 1/3'ünü (Büyükşehir belediyelerinde ½'sini) aşamayacağına dair hükümlere yer verilerek belediyelerin özellikle yurt dışından yapacakları borçlanmaların Hazine Müsteşarlığı'nın gözetimi ve denetimi altında gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır.

2.5.2. İSKİ Genel Müdürlüğü'nün Tahvil İhraç Başvurusu

1993 yılında, 75 milyar TL nominal değerli, değişken faizli, altı ayda bir faiz ödemeli, 30 ay vadeli, I. tertip anapara ve faiz ödemelerinin vadesinde ödeneceği Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tarafından müşterek borçlu ve kefil sıfatı ile taahhüt edilen ve halka arz yolu ile satılacak olan tahvillerin kayda alınmasına yönelik olarak İSKİ Genel Müdürlüğü'nce Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'na başvuruda bulunulmuş olup, yapılan incelemeler sonucunda tahvillerin Kurul kaydına alınmasına karar verilmiştir. Ancak konuya ilişkin Kurul Kararı'ndan sonradan gerekli bilgi ve belgelerin İSKİ tarafından Kurula gönderilmemiş olması nedeniyle başvuru dosyası işlemde kaldırılmıştır.

2.5.3. İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nin Tahvil İhraç Girişimleri

Ankara Büyükşehir Belediyesi'nden sonra İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından da yurt dışında tahvil ihraç edilebilmesine yönelik çalışmalara başlanmış olup, bu çerçevede uluslararası piyasalarda 200 milyon \$ karşılığı tahvil ihraç edilmesi hususunda 26.01.2001 tarihinde Belediye Meclisince karar alınmıştır.

İhraç edilecek tahvillerin The Chase Manhattan Bank'ın yüklenimi altında beş yıl vadeli olması, ayrıca tahvillerin satışının Hazine Müsteşarlığı'nın garantisi olmaksızın ABD'deki kurumsal yatırımcılara tahsisli satış şeklinde gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Belediye'nin kredi riskinin ölçülebilmesi amacıyla Moody's, S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşlarına derecelendirme yaptırılmış ve derecelendirme sonucunda Belediye'ye Fitch tarafından "B+", S&P tarafından "B" ve Moody's tarafından "B1" derecelendirme notu verilmiş, ancak 2001 yılı içerisinde ülkemizde yaşanan ekonomik darboğaza paralel olarak her üç derecelendirme kuruluşu tarafından Belediye'ye verilen derecelendirme notu bir kademe aşağıya indirilmiştir.

Mevcut durum itibariyle Belediye Meclisi tarafından onaylanmış olan tahvil ihraç kararı Valilik kanalı ile İçişleri Bakanlığı'na gönderilmiş olup, 1580 sayılı Kanun'un 19'uncu maddesinin 10/C fıkrası hükmü uyarınca tahvil ihracının gerçekleştirilmesi için Hazine Müsteşarlığı'nın mütalaası alındıktan sonra İçişleri Bakanlığı'nın teklifi üzerine Başbakan'ın onayı gerekmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BELEDİYE TAHVİLLERİNE İLİŞKİN ÜLKEMİZDEKİ YASAL DÜZENLEMELER

Ülkemizde mahalli idarelerin menkul kıymet ihraçları ile ilgili temel düzenlemeler, 1580 sayılı Belediye Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve SPKn'na dayalı olarak Kurul tarafından çıkartılan Tebliğler ile 91 sayılı Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (91 sayılı KHK) ve anılan KHK'ya bağlı olarak çıkartılan Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'de yer almaktadır.

3.1. 1580 SAYILI BELEDİYE KANUNU

1580 sayılı Belediye Kanunu'nun 19'uncu maddesinin 6'ncı bendi ile 72'nci maddesinde belediyelerin yapacakları borçlanmalara ilişkin, 19'uncu maddesinin 10'uncu bendinde ise hususi olarak tahvil ihracına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır.

Kanun'un 19'uncu maddesinin 6'nci bendinde belediyelere ait hizmetlerin gerçekleştirilmesi sırasında genel olarak belediyelerin borçlanabilmesine izin verilmekle beraber, 72'nci maddede belediyelerin, vadesi 25 yıldan daha uzun olan borçlanma kararları için vilayet idare heyetinin mütalaası üzerine valinin tasvibi ve Bakanlar Kurulu'nun izninin gerekli olduğuna hükmedilmiştir. Çalışmanın 2.4.1 no'lu bölümünde de belirtildiği üzere 1990'lı yılların başından sonra belediyelerin özellikle uluslararası piyasalardan almış oldukları borçları geri ödeyememeleri nedeniyle Kanun'un 72'nci maddesinde değişikliğe gidilerek borçlanmalara limit konulması ve yurtdışından alınan kredilerin Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tabi olması gibi çeşitli sınırlamalar getirilmek istenmiş olmakla birlikte konuya ilişkin Kanun Tasarısı'nın henüz kanunlaşmamış olması nedeniyle bu sınırlamalar 1580 sayılı Kanun çerçevesinde henüz hayata geçirilememiştir.

Belediyelerin tahvil ihracına ilişkin hususlar ise Kanun'un 19'uncu maddesinin 6124 sayılı Kanunla değişik 10'uncu bendinde özel olarak düzenlenerek tahvil ihracı katı koşullara bağlanmıştır. Söz konusu maddeye göre,

- a) Tasdikli imar planlarının uygulanması nedeniyle yapılacak kamulaştırma bedellerinin ödenmesine,
- b) Kamulaştırmanın amacına veya imar planına uygun olarak yapılacak tesislerin meydana getirilmesine,

tahsis olunmak üzere en çok 20 yılda itfa olunmak şartıyla ve Türkiye Emlak Kredi Bankası kefaletiyle belediyelerin tahvil çıkarabilmelerine izin verilmiştir.

Ayrıca, tahvil ihracından elde edilecek fon, Türkiye Emlak Kredi Bankası'nda belediye namına açılacak hesapta toplanarak belediyelerin vereceği ödeme emirleri ile kamulaştırma ya da tesis inşasına ilişkin istihkak ve ödemelerde kullanılacak olup, tahvile ilişkin olarak Devlet tahvilleri faizinden yukarı olmamak üzere tespit edilecek faiz miktarı, itfa süresi, ihraç fiyatı ve diğer hususlar, kefalet mukabili olarak Türkiye Emlak Kredi Bankasına gösterilecek maddi teminatın mahiyeti, kıymet ve miktarı ve bu Bankanın gerçekleştireceği hizmetler karşılığında alacağı ücret adı geçen Banka ile belediyeler arasında yapılacak sözleşme ile belirlenecektir.

Kanun'un 19/10'uncu maddesine 1990 yılında 3612 sayılı Kanun'la eklenen hükme göre, belediyelerce tahvil ihraç edilebilmesi için öncelikli olarak belediye meclisinin bu konuda karar alması, belediye hangi ilin sınırları içerisinde bulunuyorsa o ilin Valisi tarafından bu kararın kendi görüşü ile birlikte İçişleri Bakanlığı'na sunulması, konu hakkında Hazine Müsteşarlığı'nın da görüşünün alınmasından sonra İçişleri Bakanlığının teklifi üzerine tahvil ihracının Başbakan tarafından onaylanması gerekmektedir.

Tahvilin anapara ve borç ödemelerine ilişkin olarak maddede yapılan düzenleme ile imar planının uygulanması için yapılmış kamulaştırma sonucunda belediyenin eline geçecek gayrimenkuller ile bunlar üzerine kurulacak tesislerin gelir ve satış bedelleri ve bu gayrimenkullere ait şerefîyeler tahvillerin yıllık ödemelerine karşılık olmak üzere Türkiye Emlak Kredi Bankasına yatırılmasına hükmedilmiştir.

Belediye tahvillerinin vergilendirilmesine yönelik olarak da maddede düzenlemeye gidilerek, tahvillerin ihracı ile ilgili her türlü ilanlar ve tahvil kuponları ile kupon ödemelerine yönelik evrak ve senetler, faiz ve itfa bedelleri ve kefalet ve diğer işlemler tahvilin anapara borcunun tamamen ödenmesine kadar her nevi vergi ve resim ve harç bakımından her tertibin ihracı ile eşanlı olarak yapılan son Devlet iç borçlanma tahvillerinin tabi olduğu muafiyet hükümlerine tutulmuşlardır. Bu çerçevede belediye tahvillerinin yurt içerisinde ihraç edilmesi durumunda yukarıda yer alan hüküm gereği belediye tahvilleri devlet tahvilleri ile vergilendirme hükümlerine tabi olabileceklerdir.

Yukarıda da görüldüğü üzere belediyelerce yapılacak tahvil ihraçları yoğun bir bürokratik prosedür gerektirmekte olup, ayrıca tahvil ihracı hususunda belediyelerin tahvil ihracından elde edeceği fonları kullanım alanı daraltılmış ve faiz oranının tespiti ile vergilendirme hususlarında da Devlet tahvilleri ile belediye tahvilleri arasında bir emsal tespiti yoluna gidilmiştir. Bu çerçevede 1580 sayılı Kanun ile belediye tahvilleri, özellikle gayrimenkule dayalı projelerin finansmanında kullanılabilir bir yol olarak düşünülmüş ve gayrimenkul projelerinden elde edilecek gelirlerle tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin bir banka vasıtasıyla ödenmesi yolu tercih edilerek belediye tahvillerine bir nevi gelir tahvili statüsü yaratılmaya çalışılmıştır.

3.2. SPKn ve KURUL DÜZENLEMELERİ

3.2.1. SPKn ve SPKn Çerçevesinde İhraç Limitine İlişkin Düzenlemeler

SPKn'nun 3794 sayılı Kanun ile değişik 3/h nolu maddesinde, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelere ihraççı tanımı içerisinde yer verilerek, bu kuruluşlara sermaye piyasası araçlarının ihracı konusunda imkan sağlanmıştır.

Kanun'un 4'üncü maddesi ile genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası dışında kalan diğer bütün anonim ortaklık ve kuruluşlarca ihraç ve halka arz edilecek sermaye piyasası araçları için Kurula kayıt zorunluluğu getirilerek mahalli idareler ve mahalli idarelere bağlı kuruluşlar da bu yükümlülüğün içerisinde tutulmuşlardır.

Kanun'un 13'üncü maddesinin 2'nci fıkrasında getirilen hükümle mahalli idareler ya da mahalli idarelere bağlı kuruluşlarca gerçekleştirilen borçlanma senedi ihraçlarına uygulanacak limitlerde, borçlanma araçlarının ihraç limitlerine ilişkin aynı maddenin birinci fıkrasında getirilen düzenlemenin bir istisnası oluşturularak limit belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'na bırakılmıştır. Ayrıca aynı maddenin dördüncü fıkrasında yapılan düzenleme ile, Hazine Müsteşarlığı garantisini ihtiva eden ihraçlarda, mevzuatta öngörülen ihraç limitlerine uyulmayacağı belirtilmiştir.

Kanun'un 13'üncü maddesinin 2'nci fıkrasında yer alan ve yukarıda belirtilen hüküm çerçevesinde Bakanlar Kurulu'nun almış olduğu 93/3983 sayılı Karar ile, mahalli idarelerle ilgili mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerin, tabi oldukları mevzuatın gerektirdiği izin ve şartları yerine getirmek suretiyle SPKn uyarınca kayda alma işlemini tamamlayarak tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilmelerine imkan tanınmış, ayrıca bu borçlanma senetlerine ilişkin limitlerin Kurul'un teklif ve ilgili Bakan'ın onayı ile belirleneceğine hükmedilmiştir. Bu karar doğrultusunda Kurulca, mahalli idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmelerin tahvil ve diğer sermaye piyasası aracı ihraç limitinin hesaplanmasında, genel kurulca onaylanmış en son kesin hesaplarında yer alan işletme gelirleri ve işletme dışı gelirler toplamından, orta ve uzun vadeli kredilerin düşülmesi suretiyle bulunacak tutarın ihraç limiti olarak belirlenmesine ilişkin önerisi 02.04.1993 tarihinde ilgili Devlet Bakanlığı'na onaylanmıştır.

3.2.2. Seri:II, No:13 Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği

SPKn'nun uygulanmasına yönelik olarak Kurul tarafından çıkartılan Seri II, No:13 "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin (Seri:II, No:13 Tebliği) 2'nci maddesinde "ihraççı" tanımı yapılırken mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler de ihraççı kapsamına dahil edilerek mahalli idareler ve bu kuruluşlarca ihraç edilecek tahvillerin Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu tutulmuş olup, bu çerçevede mahalli idareler tarafından

gerçekleştirilecek tahvil ihraçlarına, başta tahvil ihraç limiti olmak üzere Tebliğ'in ilgili bölümlerinde yer alan özel düzenlemeler dışında bu Tebliğ hükümleri uygulanacaktır.

Tebliğ'in 5'inci maddesinin ikinci fıkrasında yer alan, *“ihraççıların tahvil ihraçları için, ihraççılarla ilgili özel mevzuat uyarınca başka bir makam veya organın karar veya onayı gerekiyorsa tahvil ihraç başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır.”* hükmü ile tahvil ihracı öncesinde belediyelerin 1580 sayılı Kanunun yukarıda da özetlenen 19/10 no'lu maddesindeki prosedür çerçevesinde yetkili makamların iznini alması zorunlu tutulmuştur. Ayrıca bu madde çerçevesinde mahalli idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler de kuruluş kanunları uyarınca gerekli prosedürü yerine getirmek zorundadırlar.

Tebliğ'in “Tahvil İhraç Limiti” başlıklı 7'nci maddesinde, mahalli idarelerin tahvil ihraç limitine ilişkin SPKn'nun 13/2 maddesinde yer alan hükümler çerçevesinde ihraç limitinin Bakanlar Kurulu tarafından belirleneceği düzenlenmiş olup, ayrıca Hazine Müstaşarlığı garantisini ihtiva eden tahvillerde, mevzuatta öngörülen ihraç limitlerinin uygulanmayacağı belirtilmiştir.

Tebliğ'in 20'nci maddesinde, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler tarafından ihraç edilen değişken faizli tahviller ile ihraççının veya tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikteki tahvillerin halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması hususunda herhangi bir zorunluluk getirilmemiştir.

Tebliğ'in 8'inci maddesinde, ihraççı kuruluş mahalli idare olsun ya da olmasın tahvillerin vadesinin 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebileceği belirtilmekle birlikte, 30'uncu maddede mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmelere vade konusunda bir ayrıcalık tanınarak bu kuruluşların mevzuatları uzun vadeli borçlanmaya imkan verdiği takdirde ödünç para bulmak için, SPKn'nun 13'üncü maddesi uyarınca Bakanlar Kurulunca belirlenen esaslar çerçevesinde, menkul kıymet niteliklerini taşımak üzere bir yıldan uzun vadeli borç senedi ihraç edebilmelerine imkan verilmiştir.

Ayrıca bu borç senetlerinin yukarıda belirtilen kuruluş idare ve işletmelerin belirli gelirlerine karşılık çıkarılabilmelerine de imkan tanınarak ABD'deki mahalli idarelerce ağırlıklı oranda ihraç edilen gelir tahvillerinin önü açılmıştır. Bu şekilde mahalli idareler ve bunlarla ilgili kuruluş, idare ve işletmelere, proje finansmanında sermaye piyasasından yararlanma olanağı getirilmiştir. Bununla birlikte gelir karşılığı çıkarılan borç senetlerinin halka arz yoluyla satışında düzenlenecek izahname ve sirkülerde bu senetlerin taşıdığı şartlara ilişkin hususların açıkça belirtilme zorunluluğu bulunmaktadır.

30'uncu maddenin son fıkrasında, ihraç edilecek borç senetlerinin sermaye piyasası aracı olarak Kurula kaydı ve satışı ile bu borç senetlerini çıkaran kuruluş, idare ve işletmelerin uygun olduğu ölçüde bu Tebliğ hükümlerine ve Kurulun tahvil ihracı ve ihraççılarına ilişkin diğer ilgili düzenlemelerinde yer alan hükümlere tabi olacağı belirtilerek Tebliğ'in uygulama alanı gösterilmiştir.

3.2.3. Kurul'un Diğer Tebliğlerinde Yer Alan Düzenlemeler

Mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmeler tarafından gerçekleştirilecek borçlanma senedi ihraçlarına ilişkin Seri:II, No:13 Tebliği'nde yer alan düzenlemeler haricinde Kurul'un Seri:III, No:13 "Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Seri:V, No:7 "Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ"de bir takım özel düzenlemeler bulunmaktadır.

3.2.3.1. Seri:III, No:13 Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği

Seri:III, No:13 "Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" (Seri:III, No:13 Tebliği) çerçevesinde finansman bonoları, vadesi 60 günden az 720 günden çok olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenen ve iskontolu satış esasına göre ihraç edilen, emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evrak olup, Tebliğ'in 2'nci maddesine mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerine, finansman bonolarına ilişkin "ihraççı" tanımı içerisinde yer verilmiştir. Bu çerçevede tıpkı tahvillerde olduğu gibi bu kuruluşlar tarafından yapılacak finansman bonusu ihraçları Kurul kaydına tabi tutulmuştur.

Tebliğ'in 10/4 no'lu maddesinde, anonim ortaklık niteliğinde olmayan ihraççılar için özel mevzuatlarında başka bir makam veya organın karar veya onayı gerekiyorsa, finansman bonusu ihraç başvurusunda bu karar veya onayın bulunmasının ve sözkonusu ihraçların hazine garantisi altında yapılmasının şart olduğu belirtilerek, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerin ihraç edecekleri finansman bonolarının Hazine Müsteşarlığı'nın garantisi altında ihraç edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca Tebliğ'in 6'ncı maddesinde yer alan, "*Hazine garantisini ihtiva eden finansman bonolarında, mevzuatta öngörülen ihraç limitleri uygulanmaz.*" hükmü nedeniyle mahalli idarelerce ihraç edilecek finansman bonolarının ihraç limitinin belirlenmesinde Bakanlar Kurulu'nun 93/3983 sayılı Kararı'nın uygulama alanı daraltılmıştır.

Seri:II, No:13 Tebliği ve Seri:III, No:13 Tebliği hükümleri çerçevesinde, tahvil ihraçlarında Hazine garantisi aranmamakla beraber, finansman bonusu ihraçlarında Hazine garantisinin aranmasının en önemli sebebi, finansman bonolarının vadesinin kısa olması nedeniyle, uzun vadeli ve mahalli idareye gelir getirici herhangi bir projenin finansmanında kullanılmasının zor olmasıdır.

3.2.3.2. Seri:V, No:7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ

Seri:V, No:7 "Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ" in (Seri:V, No:7 Tebliği) repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek

menkul kıymetleri düzenleyen 5'inci maddesinin Seri:V, No:36 Tebliği ile değişik (d) bendi ile mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri repo ve ters işlemlerine konu menkul kıymetler arasında sayılmıştır.

Seri:III, No:13 Tebliği çerçevesinde mahalli idarelerce ihraç edilecek finansman bonolarında Hazine garantisi aranmış olmakla birlikte, Seri:II No:13 Tebliği çerçevesinde ihraç edilecek tahvillerde böyle bir şartın olmaması, Hazine garantisi olmaksızın ihraç edilen tahvillerin repo ve ters repo işlemine konu olabileceği varsayımı altında bu işlemin güvenliği açısından bir risk oluşturmaktadır.

3.3. MENKUL KIYMET BORSALARI HAKKINDA KHK ve İLGİLİ DÜZENLEMELER

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı KHK'nin "Borsa Kotuna Alma" başlıklı 10/2 no'lu maddesinde, "*Genel ve katma bütçeli idareler ile mahalli idareler ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri tarafından çıkarılacak menkul kıymetlerin Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakanlığın talebi üzerine borsa kotuna alınması zorunludur.*" hükmüne yer verilmiştir. Bu çerçevede mahalli idarelere ait menkul kıymetler, ilgili Bakanlığın talebi halinde, herhangi bir incelemeye tabi tutulmaksızın doğrudan menkul kıymetler borsalarının kotuna alınabilecek, borsalarda alım satım işlemlerine konu olabilecek ve bu şekilde menkul kıymetlerin ikincil piyasada likiditesi sağlanabilecektir.

91 Sayılı KHK'da yer alan hükümlere paralel olarak, Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 36'ncı maddesinde, genel ve katma bütçeli idareler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından çıkarılan menkul kıymetlerin ilgili Bakanlığın yazılı izni üzerine borsa kotuna alınabileceği belirtilmiştir.

Yukarıda yer alan iki düzenleme de incelendiğinde, mahalli idarelerce ihraç edilecek menkul kıymetlerin tıpkı genel ve katma bütçeli idareler gibi kamu kuruluşlarına ait menkul kıymetler olarak atfedildiği ve bu nedenle borsa kotuna alınma hususunda kamu menkul kıymetlerine tanınan istisnalardan yararlandırıldığı görülmektedir. Bununla birlikte mahalli idareler dışında mahalli idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmeler tarafından ihraç edilecek menkul kıymetlerin aynı şekilde borsa kotuna alınıp alınmayacağı hususunda herhangi bir düzenlemeye gidilmemiştir.

Ayrıca, 2499 sayılı SPKn'nun 3794 sayılı Kanun ile değişik halinden önceki 4'üncü maddesinin 4'üncü fıkrasında, tıpkı genel ve katma bütçeli idareler gibi mahalli idareler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul'dan izin alınmasının gerekmediğine hükmedilmekle beraber 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle, hem mahalli idareler hem de mahalli idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmeler "ihraççı" tanımı içerisine dahil edilerek bu kuruluşlar tarafından ihraç edilecek menkul kıymetlerin Kurul'a kaydettirilmesi zorunluluğu getirilmiş, ancak 91 Sayılı KHK ile Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik hükümlerinde mahalli idarelerce ihraç edilecek menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması sırasındaki niteliği 3794 sayılı Kanunla gelen "ihraççı" tanımı çerçevesinde değiştirilmeden kalmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

ABD’de mahalli idarelerce sermaye piyasalarında ihraç edilen borçlanma senetleri incelendiğinde, bu senetlerin vadesine göre kısa ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrıldığı görülmektedir. Bu sınıflandırma çerçevesinde, kısa vadeli menkul kıymetler genellikle harcamaların gerçekleştirilmesi ile gelirlerin elde edilmesi arasındaki zamansal boşlukların kapatılmasında kullanılmaktadır.

Mahalli idarelerce genellikle kentsel altyapı projelerinin gerçekleştirilmesinde ihtiyaç duyulan kaynakların sağlanması için ihraç edilen uzun vadeli borçlanma senetleri, “*genel yükümlülük tahvilleri*” ve “*gelir tahvilleri*” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Genel yükümlülük tahvilleri, mahalli idarenin genel vergilendirme gücüyle desteklenmiş borçlanma senetleridir. Genel yükümlülük tahvillerinde ihraççıya karşı duyulan güven ve ihraççının kredibilitesi ile bir vergilendirme otoritesi olması tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin teminatı olarak algılanmaktadır. Genel yükümlülük tahvilleri ile gerçekleştirilen kamusal amaçlı projeler toplumun tamamına yarar sağlamakta, ayrıca tahvilin anapara ve faiz ödemeleri o yerel bölgedeki vergi mükelleflerinden toplanan vergilerle geri ödenmektedir.

Mahalli idareler; geri ödemenin kaynağı yerel idarenin vergilendirme kaynakları gibi sabit bir takım kaynaklar olmayıp, faaliyetler neticesinde elde edilen spesifik gelirler olan tahviller de ihraç edebilmektedir. Bu tip tahvillere “*gelir tahvilleri*” denilmektedir. Gelir tahvilleri, elektrik üretimi, içme suyu ve atık su dağıtımı ve toplanması ile ulaştırma hizmetleri sağlayan tesislerin inşası ya da kapasitelerinin artırılması için ihraç edilmektedir. İhraç, mevcut durum itibariyle faaliyette olan bu tip tesislerden elde edilen gelirlere natik olarak da gerçekleştirilebilmektedir. Faaliyetler sonucu elde edilen gelirler, bu tahvillerin anapara ve faiz kuponlarının geri ödemelerinde kullanılmaktadır.

Ülkemizde mahalli idarelerce ihraç edilecek borçlanma senetlerine ilişkin temel düzenlemelerin, 1580 sayılı Belediye Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve SPKn’na dayalı olarak Kurul tarafından çıkartılan Tebliğler ile 91 sayılı Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (91 sayılı KHK) ve anılan KHK’ya bağlı olarak çıkartılan Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’de yer aldığı görülmektedir.

1580 sayılı Belediye Kanunu’nda hükümleri çerçevesinde belediyelerin tahvil ihracı sıkı bir idari prosedüre bağlanmış olup, bu durum mahalli idarelerce gerçekleştirilebilecek tahvil ihraçlarını güçleştiren etkenlerin başında gelmektedir. Bununla birlikte;

a) 1983-1998 yılları arasında geçen süre zarfında elde edilen gelirlerin giderleri karşılayamaması nedeniyle belediyelerde bütçelerinde yılda ortalama %6 oranında bütçe açığı olduğu ve bu açıkların Hazine Müsteşarlığı kanalı ile kapatıldığı,

b) Hazine Müsteşarlığı garantisi ile 1983-1999 yılları arasında yurtdışından alınmış olan kredilerin yarısından fazlasının mahalli idarelerce geri ödenmemesi nedeniyle bu borçların garantör sıfatıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından karşılandığı,

c) Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının Hazine Müsteşarlığı'nın garantisi altında yapılmamakla beraber, tahvil ihracından kaynaklanan yükümlülüklerin söz konusu Belediye tarafından yerine getirilememesi nedeniyle, bu yükümlülüklerin 1996 yılından sonra Hazine Müsteşarlığı tarafından karşılandığı,

dikkate alındığında, 1580 sayılı Belediye Kanunu'nda yer alan belediyelerin tahvil ihracına ilişkin hükümlerin Hazine Müsteşarlığı nezdinde oluşabilecek finansal yükümlülüklerin azaltılması amacına yönelik olduğu görülmektedir. Nitekim, İçişleri Bakanlığı tarafından hazırlanarak Başbakanlığa gönderilen Mahalli İdarelerle İlgili Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı'nda, 1580 sayılı Belediye Kanunu'nun belediyelerin borçlanmalarını düzenleyen 72'nci maddesine dış borçlanmaların sadece yatırım programında yer alan projelerin finansmanı amacıyla yapılabileceği ve dış borçlanmalar ile vadesi seçim dönemini aşan iç borçlanmalar için Hazine Müsteşarlığı'ndan izin alınması zorunluluğu öngörülmüş, ayrıca borçlanmaların yıllık anapara ve faiz ödemeleri tutarının bütçe gelirlerinin 1/3'ünü (Büyükşehir belediyelerinde 1/2'sini) aşamayacağı planlanmıştır.

Ülkemizde mahalli idarelerin gelir kaynakları incelendiğinde, gelirler içerisinde en fazla genel bütçe vergi gelirleri tahsilat toplamı üzerinden mahalli idarelere ayrılan paylar olduğu, bununla birlikte 4629 sayılı Kanun çerçevesinde 2002 yılından geçerli olmak üzere mahalli idarelere ilişkin "Belediyeler Fonu" ile "Mahalli İdareler Fonu"nun tasfiye edileceği de dikkate alındığında, mahalli idarelerin genel bütçe vergi tahsilatlarından alacakları pay oranının %10,95'ten %7,12'ye düşeceği görülmektedir.

Bunlara ek olarak ülkemizde özellikle faiz oranlarında ve döviz kurlarında görülen dalgalanmalar ve kamu kesimi borçlanma gereğinde meydana gelen artışın etkisiyle faiz oranlarının yüksek bir seyir izlemesi, sadece mahalli idarelerin gerçekleştirecekleri tahvil ihraçlarını değil başta anonim ortaklıklar olmak üzere diğer ihraççı kuruluşların borçlanma senedi ihraçlarını da olumsuz etkilemektedir. Bunun yanında özellikle son dönemde belediyelerin iktisadi teşebbüslerinde meydana gelen usulsüz işlemlere yönelik yapılan idari ve adli soruşturmalar ve açılan ceza davaları, öncelikli olarak temeli güvene dayanan sermaye piyasasındaki yatırımcıların mahalli idareler ve ilgili kuruluşlarca ihraç edilecek borçlanma senetlerine olan güvenini azaltan faktörlerin başında gelmektedir.

Yukarıda belirtilen tüm bu faktörler dikkate alındığında, mahalli idarelerce gerçekleştirilecek finansman bonusu ihraçlarında, Seri:III, No:13 Tebliği'nin 10/4'üncü maddesi hükmü çerçevesinde Hazine Müsteşarlığı'nın garantisinin aranması yanında, yukarıda belirtilen nedenlerle mahalli idarelerce Hazine Müsteşarlığı garantisi altında

gerçekleştirilen borçlanmaların giderek azalması, mevcut düzenlemeler çerçevesinde mahalli idarelerce finansman bonusu ihracını zorlaştırabilecek etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte finansman bonolarının vadesinin kısalığı (2 yıla kadar) nedeniyle proje finansmanında kullanılmasının güç oluşu, geri ödeme kaynağının temel olarak vergi gelirlerine dayanması ve mahalli idarelerce genel bütçe vergi tahsilatlarından alınan payların ileride azalabileceği dikkate alındığında yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunması amacıyla finansman bonolarının ihracında mevcut Hazine Müsteşarlığı garantisi aranması uygulamasına devam edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Seri:II, No:13 Tebliği hükümleri çerçevesinde mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler tarafından gerçekleştirilecek tahvil ihraçlarında, finansman bonolarında olduğu gibi Hazine Müsteşarlığı'nın garantisinin aranması zorunlu tutulmamıştır. Bununla birlikte Seri:V, No:7 "Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ" in 5'inci maddesinin (d) bendine Hazine garantisi olsun ya da olmasın mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların Kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri repo ve ters işlemlerine konu menkul kıymetler arasında sayılmış olup, repo ve ters repo işlemlerinin güvenliği açısından Hazine Müsteşarlığı'nın garantisini taşımayan, mahalli idare ya da bağlı kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçlarının repo-ters repo işlemlerine konu olmaması yerine bir uygulama olacaktır.

Seri:II, No:13 Tebliği incelendiğinde ülkemizde mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler tarafından gerçekleştirilecek tahvil ihraçlarında açıkça ABD'de olduğu gibi "gelir tahvili" ya da genel yükümlülük tahvili şeklinde ikili bir ayrıma gidilmediği, ancak Tebliğ'in 30'uncu maddesinin 2'nci fıkrasında borç senetlerinin mahalli idarelerle ilgili kuruluş idare ve işletmelerin belirli gelirlerine karşılık olarak da çıkarılabileceğine hükmedilerek gelir tahvillerinin önünün açıldığı görülmektedir.

Mahalli idareler ve ilgili kuruluşların, sermaye piyasalarından fon sağlayabilmelerinin en uygun yolunun ABD'de de daha sık kullanılan "gelir tahvili" ihracı olduğu düşünülmektedir. Nitekim 1580 sayılı Belediye Kanunu'un 19/10'uncu maddesinde yer alan düzenlemelerde de belediyelerce tahvil ihraç edilmesi sonucunda sağlanacak fonun, tasdikli imar planlarının uygulanması dolayısıyla yapılacak kamulaştırma bedellerinin ödenmesinde ve kamulaştırmanın amacına ve imar planına uygun olarak yapılacak tesislerin meydana getirilmesinde kullanılabileceğine, ayrıca kamulaştırma sonucunda belediyenin eline geçecek gayrimenkuller ile bunların üzerine kurulacak tesislerin gelir ve satış bedellerinin tahvillerin yıllık ödemelerine karşılık kullanılacağına hükmedilerek tahvile bir nevi "gelir tahvili" niteliği kazandırılmıştır.

1580 sayılı Belediye Kanununun belediyelerin tahvil ihraçlarını düzenleyen 19'uncu maddesinin 10'uncu bendi hükümleri dikkate alındığında, belediyelerin tahvil ihraçlarının temel amaçlarından birisinin imar planına uygun olarak yapılacak gayrimenkullerin finansman ihtiyacının karşılanması olduğu görülmektedir. Bu noktada ABD'deki mahalli idarelerce de kullanılan gelir tahvili türlerinden birisi olan konut projelerine dayalı tahvil

ihraçlarının özellikle nüfus artışı hızının yüksek olduğu ya da aşırı göç alan yerleşim birimlerindeki mahalli idareler tarafından plansız kentleşmeyi önlemek amacıyla kullanılabilmesi düşünülmektedir.

1580 sayılı Kanun'un "Belediye Vazifeleri" başlıklı 15'inci maddesinin 68'inci bendi ile Ek/2 ve Ek/3 maddeleri çerçevesinde belediye meclislerine lüzum gördükleri takdirde belediye konutları yaparak bu konutları belde sakinlerine satmak veya kiraya vermek işlerini mecburi belediye hizmetleri arasına koymak yetkisi tanındığı dikkate alındığında, bu yetki çerçevesinde belediyelerce konut finansmanına dayalı projelere yönelik tahvil ihracı gündeme gelebilecektir.

Mahalli idarelerin toplu konut projelerini gelir tahvili ihracı yanında gayrimenkul sertifikası ihracı yoluyla yapabilmeleri pratikte mümkün olmakla birlikte, Seri:III, No:19 "Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 2'nci maddesinde yer alan "ihraççı" tanımı içerisinde mahalli idareler ve bağlı kuruluşlarına yer verilmemiştir. Bu çerçevede, Seri:III, No:19 Tebliği'nde gerekli değişikliklerin yapılarak mahalli idarelerin gayrimenkul ihraççısı konumuna getirilmesi ve Tebliğ'in 4'üncü maddesinde yer alan ihraççının nitelikleri kistaslarından muaf tutulmaları plansız kentleşmenin önüne geçilebilmesi amacıyla toplu konut finansmanında mahalli idarelere tanınan alternatif bir yol olabilecektir.

Gelir tahvillerinin anapara ve faiz ödemelerinin dayandığı mevcut faaliyetten ya da projeden sağlanacak nakit akımlarının ve karlılığın sürekliliği ve istikrarı yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması açısından önem kazanmaktadır. Bu nedenle ülkemizin içinde bulunduğu şartlar da dikkate alındığında tahvil ihracının kısa süreli, bir defada gelir getirerek tahvilin anapara ödemelerini de karşılayabilecek ve hem mahalli idarenin sınırları içerisinde yaşayan kişilerin ortak ihtiyaçlarına dönük, hem de yatırımcıların ilgisini çekebilecek bir projeye dayalı olarak çıkartılması gerekmektedir.

Bu çerçevede yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla gelir tahvili ihracı sırasında;

a) Proje finansmanına dayalı gelir tahvili ihracından önce projeden elde edilecek gelirlerin tahvilin ihracından kaynaklanan ödemeleri karşılayıp karşılamadığı ya da ne kadar karşıladığı ile projenin ne zaman pozitif nakit akımı yaratmaya başlayacağı hakkında fizibilite çalışmaları yapılarak projenin gelecekteki performansı ölçümünün bağımsız organlarınca gerçekleştirilmesinin sağlanması,

b) İdari yönetimi seçimle işbaşına gelen mahalli idarelerde tahvilin itfa süresinin, yeni bir yönetimin projeye sıcak bakmamasından kaynaklanacak problemlerin önlenmesi açısından mevcut yönetimin görevde kalma süresini aşmaması,

c) Projeden kaynaklanan beklenmeyen gecikmelerin ya da mevcut faaliyetlerde meydana gelebilecek beklenmeyen gelir kayıplarının tahvilin anapara ve faiz ödemelerinde aksamalara yol açmaması için tahvil ihraçlarının ABD'de yoğun olarak uygulanan tahvil sigortası ya da banka garantisi gibi teminatlarla desteklenmesi,

d) Tahvilin halka arz edilmesi sırasında izahname ve sirkülerin, tahvilin dayandığı gelir unsurunun açıkça belirtecek ve gerçekleştirilecek proje ile tahvilin ödeme koşulları hakkında detaylı açıklamaları içerecek şekilde hazırlanması,

e) Tahvil ihracından sağlanan fonun proje finansmanında kullanılıp kullanılmadığının bağımsız özel denetim çalışması ile periyodik olarak denetlenerek, denetleme sonucu hakkında yatırımcılara bilgi verilmesi,

uygun olacaktır.

Yukarıda, (c) bendinde belirtilen hususla ilgili olarak İller Bankası tarafından mahalli idarelere gerekli hukuki ve finansal desteğin verilmesi ve İller Bankası'na bağlı olarak, temel amacı mahalli idarelerin ihraç edeceği tahvillere sigorta hizmeti vermek olan ve tıpkı ABD'de olduğu gibi bu konuda ihtisaslaşmış bir sigorta şirketinin kurulması gündeme gelebilecektir.

Gelir tahvillerinin bir yatırım projesine dayalı olarak çıkartılması durumunda yaşanabilecek en sorunlardan bir tanesi de projenin vadesinin uzunluğu sebebiyle tahvilin anapara ve borç ödemelerinde kullanılacak fonun yaratılmasında bir takım aksamaların meydana gelebilecek olmasıdır. Bu aksamaya meydan verilmemesi amacıyla tahvilin, mevcut durum itibariyle nakit akımı yaratan bir faaliyetin gelirlerine dayalı olarak çıkartılması, bununla birlikte tahvilden elde edilecek fonun, bu faaliyete bağlı bir projenin finansmanında kullanılması uygun bir yol olacaktır.

Bu durumda;

a) Mevcut durum itibariyle nakit akımı yaratan ve ihraç edilecek tahvilin geri ödemelerinde kullanılacak olan faaliyetin geçmişte yarattığı nakit akımlarının nasıl bir gelişme gösterdiğinin bağımsız denetim kuruluşlarınca incelenerek konu hakkında izahname ve sirkülerde bilgi verilmesi,

b) Tahvil ihracından sonra mevcut faaliyetin yarattığı nakit akımlarında normalin altında bir azalış olması halinde, bu durumun özel durum açıklaması ile kamuya duyurulması,

gerektiği düşünülmektedir.

Mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler tarafından gerçekleştirilecek borçlanma senedi ihraçlarına ilişkin bir diğer önemli husus da bu senetlerin ikincil piyasasının yaratılmasıdır. ABD'de tezgah üstü piyasalarda işlem gören bu menkul kıymetlerin likiditesinin sağlanması amacıyla bu tür borçlanma senetlerinin alım satımının Borsa dışında ve ilgili mahalli idarelerin sınırları dahilinde gerçekleştirilebilmesi için konunun tezgahüstü piyasalarla ilgili olarak yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması uygun olacaktır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

BATTLE, N.

- 1997 The European Bond Markets: An Overview of Policies and Instruments,
New York, Mac-Graw Hill, 6th Edition,

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI

- 1993 Büyükşehir Belediyeleri Araştırması, Ankara
2001 Yerel Yönetimler Özel İhtisas Komisyonu Raporu, DPT:2538 – ÖİK:554,
Ankara

FABOZZI, J. Frank, CFA

- 1993 Bond Markets, Analysis and Strategies, Second Edition, s.143-161

FABOZZI, J. Frank – FABOZZI T. Dessa

- 1995 The Handbook of Fixed Income Securities, Fourth Edition, s.155-185

FABOZZI, J. Frank – FABOZZI T. Dessa – FELDSTAIN Sylvan G.

- 1995 Municipal Bond Portfolio Management, Richard D. Irwin Inc.

FAERBER, Esme

- 1993 All About Bonds, Irwin Professional Publishing, s.119-135

GÖYMEN, Korel

- 1997 Türkiye’de Kent Yönetimi

GRAY, Gary – CUTASIS Patrick

- 1995 Municipal Derivative Securities Uses and Valuation, Irwin Professional
Publishing

HAUSKER, Arthur J.

- 1993 Fundamentals of Public Credit Analysis, Jai Press Inc.

HEIDE, C. Susan – KLEIN A. Klein – LEDERMAN Jess

- 1994 The Handbook of Municipal Bonds, Probus Publishing

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

- 2000 Sabit Getirili Menkul Kıymetler

- KELEŞ, Ruşen
2000 Yerinden Yönetim ve Siyaset, 4.Basım, Ankara
- KHUN, Robert Lawrance
1990 Corporate and Municipal Securities, Dow Jones-Irwin, s.754-839
- LAMB, Robert – RAPPARORT Stephen P.
1987 Municipal Bonds, Second Edition
- MYSAK, Joe
1998 Handbook for Municipal Issuers, Bloomberg Press, First Edition
- NADAROĞLU, Halil
1994 Mahalli İdareler, Teorisi, Ekonomisi, Uygulaması, 5. Baskı, İstanbul
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPEMET
2001 Bond Market Developement in Asia,
- STRUMEYER, Gary M.
1996 Keys to Investing in Municipal Bonds, Barron’s Educational Series, Inc.
- T.C. İÇİŞLERİ BAKANLIĞI MAHALLİ İDARELER GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
1998 Cumhuriyetin 75. Yılında Mahalli İdarelerimiz, Ankara
1999 Dünyada Mahalli İdareler, Ankara
- THAU, Anette
1992 The Bond Book, Irwin Professional Publishing, s.99-127
- THE BOND MARKET ASSOCIATION
2001 The Fundamentals of Municipal Bonds, Fifth Edition
- THE NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE
1988 How Do The Bond Market Works, s. 130 - 155
- TÜRK SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ
1995 Yerel Yönetimler, Sorunlar, Çözümler, Yayın No. TÜSİAD-T/95 – 9/184
- ULUSOY, Ahmet – AKDEMİR Tekin
2001 Mahalli İdareler – Teori, Uygulama, Maliye, Birinci Baskı, Ankara
- YAMASHİTA, Takeji
1988 Japan’s Securities Markets A Practitioner’s Guide, Butterworths, Singapure,
s. 159-161

MAKALELER ve PERİYODİK YAYINLAR

BAHL, Roy

2000 Intergovernmental Transfers in Developing and Transition Countries: Principles and Practises, The World Bank, Municipal Finance, Background Series 2

CHAKRAVARTY Sugato – SARKAR Asani

1999 Liquidity in U.S. Fixed Income Markets: A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets, Federal Reserve Bank of New York

EL DAHER, Samir

1997 Municipal Bond Markets Prospects for Developing Countries, The World Bank, Urban No.FM-8b

EUROWEEK

2000 Special Report: European Municipal Finance, 03.03.2000 -Issue 642

İLLER BANKASI

1996 Kentsel Altyapı Finansman ve Örgütlenme Sempozyumu – Bildiriler

İSTANBUL BÜYÜKŞEHİR BELEDİYESİ BAŞKANLIĞI

2001 İç Yazışmalar

MIZUHO SECURITIES Co.

2001 Bond Markets, <http://www.mizuho-sc.com/english/e-bonds/bonds/municipal>

PETERSON, George

2000 Building Local Credit System, The World Bank, Municipal Finance, Background Series 3

THE WORLD BANK GROUP

1999 Municipal Bond Database, <http://www.worldbank.org/html/fpd/urban>

WEB SİTELERİ

www.sec.gov

www.msrb.org

www.euroweek.com

www.bloomberg.com

www.borsaitalia.it

www.politicsdirect.com

www.bondmarkets.com

www.hazine.gov.tr

EK DİZİNİ

- EK/1:** Türk İdari Yapılanması İçerisinde Mahalli İdareler Hakkında Bilgi,
- EK/2:** Ülkemizde Mahalli İdarelerin Genel Bütçe Vergi Gelirlerinden Almış Oldukları Paylar İle Mahalli İdarelerin Öz Gelirleri Hakkında Bilgi,
- EK/3:** ABD’de Mahalli İdarelerin İhraç Etmiş Olduğu Menkul Kıymetlerin 1980 –2001 Yılları Arasındaki Gelişimine İlişkin Tablo,
- EK/4:** Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Borçlanmaya Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarının İhtiva Ettiği Bilgiler Hakkında Bilgi,
- EK/5:** ABD’de Mahalli İdarelerin İhraç Etmiş Olduğu Menkul Kıymetlerin 1975–1999 Yılları Arasında Gelir ve Genel Yükümlülük Tahvili Olarak Bölümlenmesine İlişkin Tablo,
- EK/5:** ABD’de Mahalli İdarelerin 1975–1999 Yılları Arasında Birincil Piyasada İhraç Etmiş Olduğu Menkul Kıymetlerin İhraç Şekillerine İlişkin Tablo,
- EK/7:** ABD’de 1980, 1989 ve 1999 Yılları İtibariyle Mahalli İdareler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Yatırımcı Kitesine İlişkin Tablo,
- EK/8:** ABD’de 1983-1992 Yılları Arasında Mahalli İdarelerce Gerçekleştirilen Menkul Kıymet İhraçlarından Kaynaklanan Temerrütlerin Menkul Kıymet Türüne Göre Dağılımına İlişkin Tablo,
- EK/9:** Menkul Kıymetlerde Riskin Belirlenmesi Amacıyla Üç Büyük Derecelendirme Kuruluşu Bazında Riskin Değerlenmesine Yönelik Kullanılan Semboller ve Sembollerin Anlamlarına İlişkin Tablo,
- EK/10:** Genel Yükümlülük ve Gelir Tahvillerinin Derecelendirme Notuna Etki Eden Faktörler Hakkında Bilgi,
- EK/11:** ABD’de 1980-1999 Yılları Arasında Mahalli İdarelerce Sigortalı Olarak İhraç Edilen Uzun Vadeli Menkul Kıymetlere İlişkin Tablo,
- EK/12:** ABD’de 1980-1999 Yılları Arasında Teminat Mektuplu Olarak İhraç Edilen Uzun Vadeli Menkul Kıymetlere İlişkin Tablo.

1. TÜRK İDARİ YAPILANMASI İÇERİSİNDE MAHALLİ İDARELER

1.1. TÜRK İDARİ YAPILANMASI VE MAHALLİ İDARELER

Ülkemizde idari yapılanma ile ilgili temel düzenlemeler; idarenin kuruluşu, işleyişi ve idareye egemen olan temel ilkeler kaynağını Anayasa'dan almaktadır. 1982 tarihli T.C. Anayasası'nın 123'üncü maddesinde yer alan, "*İdarenin kuruluş ve görevleri, merkezden yönetim ve yerinden yönetim esaslarına dayanır.*" hükmü çerçevesinde Türkiye'de idari yapı mevcut durum itibariyle;

- a) Merkezi idare,
- b) Mahalli idareler,

olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.2. MAHALLİ İDARELERİN ANAYASA ÇERÇEVESİNDE BÖLÜMLENMESİ

Osmanlı İmparatorluğu'nun son zamanlarından günümüze kadar idari yapılanmasını ve varlıklarını sürdüren mahalli idareler ile mahalli idarelere ilişkin düzenlemelerin, Anayasa tarihimiz içerisinde illere ve bucaklara özerk bir statü tanıyan 1921 Anayasası hariç, 1876 yılında kabul edilen Kanun-i Esasi'de yer alan düzenlemelerden çok az farklarla tüm Anayasalarımızda yürürlükte kaldığı görülmektedir. Halen yürürlükte bulunan 1982 tarihli T.C. Anayasamızda da mahalli idarelerin birer "Anayasal Kuruluş" olma vasıfları korunmuştur. 1982 tarihli T.C. Anayasası'nın 127'nci maddesinin ilk fıkrasında yer alan, "*Mahalli idareler, il, belediye ve köy halkının mahalli müşterek ihtiyaçlarını karşılamak üzere kuruluş esasları kanunla belirtilen seçmenler tarafından seçilerek oluşturulan tüzel kişilerdir.*" hükmü ile hem mahalli idarelerin tanımı yapılmış, hem de Türk mahalli idare sistemi il, belediye ve köy halkının ihtiyaçlarının karşılanması amacına dönük olmak üzere üç grupta sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırma çerçevesinde mahalli idareler;

1. İl Özel İdareleri,
2. Belediyeler,
3. Köyler,

olmak üzere 3 kademedен oluşmaktadır.

Bununla birlikte üç yerel yönetim türü arasında tüzel olarak herhangi bir hiyerarşik ilişki bulunmadığı gibi, eşgüdüm amaçlı ilişki de bulunmamaktadır. Genellikle mahalli idare kademeleri arasındaki koordinasyon (özellikle il özel idareleri ile belediyeler arasında), merkezi yönetimin taşra kuruluşları olan, illerde valilikler ve ilçelerde kaymakamlıklar kanalı ile sağlanmaktadır.

Ülkemizde üç mahalli idare türü arasında ağırlık önceleri il özel idarelerindeyken, özellikle II. Dünya Savaşı sonrasında denge belediyelerden yana dönmeye başlamış, kırdan kente kitlesel göçlerin sonucunda ortaya çıkan toplumdaki yapısal dönüşümler, köy muhtarlıklarının önemini azaltarak belediyeleri ön plana çıkarırken, il özel idarelerinin görev ve yetkileri büyük ölçüde merkezi yönetimce üstlenilmiştir. Belediye sistemine 1984 yılında “büyükşehir belediyesi” modeli eklenmiştir.

1.2.1. İl Özel İdareleri

İl Özel İdareleri, Anayasa'nın 127'nci maddesinde sayılmış olan üç yerel idareden biri olup, Anayasa çerçevesinde il halkına dönük hizmetleri sağlamakla görevli bir kamu tüzel kişiliğidir. Bu durum, İl Özel İdarelerinin sundukları hizmetlerin hem kırsal hem de kentsel nitelikli olmasına bir engel olmadığını göstermektedir. Çünkü il sınırları içerisinde hem belediyeler, hem de köyler bulunmaktadır (Keleş,2000:138).

İl Özel İdareleri ile ilgili temel yasa Osmanlı İmparatorluğu döneminde 1913 yılında çıkartılmış olup, bu yasanın bazı maddelerinin yerini almak üzere hazırlanan 3360 sayılı “İl Özel İdareleri Kanunu” 26.05.1987 tarihinde yürürlüğe girmiştir. 3360 sayılı Kanun'a göre İl Özel İdareleri, “taşınır ve taşınmaz mallara sahip ve bu kanunla belirlenmiş sınırlı, özel görevleri yapmakla yükümlü, genel karar organları seçimle oluşan, yürütme görevi valiyeye verilmiş bir kamu tüzel kişisi” olarak tanımlanmıştır.

Bir ildeki il özel idaresi teşkilatının kuruluşu için yapılacak ayrı bir hukuki işleme gerek olmayıp, ilin kurulması ile o ildeki il özel idaresi teşkilatı da kendiliğinden kurulmuş olmaktadır. Ülke genelinde 81 il özel idaresinde toplam 3.212 il genel meclisi üyesi görev almakta olup, il özel idarelerinde yaklaşık 5.000 kişi çalışmaktadır (DPT, 2001:16).

1.2.2. Belediyeler

Belediyeler, nüfusun yoğunlaştığı merkezlerde faaliyet göstermek üzere kurulan mahalli idare türüdür. Belediyelerin kuruluş, görev ve yetkilerine ilişkin hükümler 1580 sayılı Belediye Kanunu'nda düzenlenmiştir. Bu Kanun'un 1'nci maddesine göre belediye; “Beldenin ve belde sakinlerinin ortak ve medeni ihtiyaçlarını düzenlemek ve yerine getirmekle görevli bir tüzel kişilik” olarak tanımlanmıştır. Kanun'un 7'nci maddesi çerçevesinde nüfusu 2.000'den fazla olan yerleşim birimlerinde belediye kurulabilmesine imkan tanınmış, ayrıca nüfusu ne olursa olsun bütün il ve ilçe merkezlerinde belediye teşkilatı kurulması zorunlu kılınmıştır.

İdari sistemimiz içerisinde 1580 sayılı Kanunla kurulan belediyelerin yanı sıra, ülkemizde görülen yüksek nüfus artışı ve iç göç dolayısıyla hızlı bir büyüme süreci içerisine giren illerde mevcut mahalli idare yapısının kentsel sorunları çözmede yetersiz kalması nedeniyle bu sorunları çözmek amacıyla 3030 sayılı Kanun ile büyükşehir belediyeleri kurulmuş ve büyükşehir sınırları içerisinde birden fazla ilçe oluşturulmasına imkan tanınmıştır. 1970 – 2000 yılları arasında ülkemizdeki belediye sayısında yaşanan gelişmeye ilişkin bilgi aşağıdaki Tablo'da verilmektedir.

Tablo - İl, İlçe, Belediye ve Büyükşehir Belediyeleri Sayıları, 1970 – 2000

Yıllar	İller	İlçeler	Büyükşehirler	Toplam Belediye
1970	67	572	-	1.303
1980	67	572	-	1.725
1985	67	580	3	1.703
1986	67	582	4	1.802
1987	67	693	7	1.911
1988	67	693	8	1.985
1989	71	696	8	2.032
1990	73	829	8	2.061
1995	79	847	15	2.802
1999	81	850	15	3.227
2000	81	850	16	3.228

Kaynak: Yerel Yönetimler Araştırma ve Eğitim Merkezi (YYAEM) Kayıtları, 31.12.1999, Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü (2000)

2000 yılı sonu itibariyle ülkemizde mevcut büyükşehir belediyesi sayısı 16 olmakla birlikte 1997 yılında yapılan genel nüfus sayımı çerçevesinde büyükşehir belediyesi mücavir alan sınırlarında yaşayan nüfus sayısı toplam nüfusun yaklaşık %31'ini, belediye sınırlarında yaşayan toplam nüfusun ise %41'ini oluşturmaktadır (MİGM, 1998:124).

1.2.3. Köyler

Mahalli idarelerden üçüncüsü olan köyler ise geleneksel yaşam birimleridir. Genel olarak belediye teşkilatı kurulmamış olan küçük yerleşim yerleri; orta malları, bağ, bahçe ve tarlaları ile birlikte köyü teşkil ederler. Köylerdeki yapılanmaya ilişkin temel hükümler, halen de yürürlükte olan 1924 yılında yürürlüğe giren 442 sayılı Köy Yasası ile düzenlenmiştir. Söz konusu yasadaki bugüne kadar ülkemizde yaşanan gelişime bakıldığında, 1920'li yıllarda toplam nüfusun yaklaşık %75'inin köylerde yaşayan nüfustan oluşmakta iken bu oranın köylerden kentlere doğru yaşanan göç nedeniyle zamanla azalarak 1997 yılı itibariyle yaklaşık %25'e düştüğü görülmektedir.

1. Ülkemizde Mahalli İdarelerin Genel Bütçe Vergi Gelirlerinden Almış Oldukları Paylar

Halen yürürlükte olan 2380 sayılı Kanun'un 3239 sayılı Kanun ile değişik 1'inci maddesi uyarınca, genel bütçe vergi gelirleri tahsilatı toplamının; %6'sı nüfusa göre belediyelere, %1,14'ü nüfusa göre il özel idarelerine, %3'ü Belediyeler Fonuna, %0,53'ü Mahalli İdareler Fonu'na ve %0,28'i İl Özel İdareleri Fonu'na olmak üzere toplam %10,95'i mahalli idarelere aktarılmaktadır. Bu çerçevede genel bütçe vergi gelirleri tahsilatı toplamının %9,25 oranındaki kısmı belediyeler tarafından, %1,70 oranındaki kısmı ise il özel idareleri tarafından kullanılmaktadır. 2380 sayılı Kanun çerçevesinde genel bütçe vergi gelirleri tahsilatı toplamından köylere herhangi bir pay verilememektedir.

Genel bütçe vergi gelirleri tahsilatlarından belediyelere ve il özel idarelerine aktarılacak paylar İller Bankası kanalı ile dağıtılmaktadır. Bunun dışında genel bütçe vergi gelirleri toplamından Mahalli İdareler Fonu'na ayrılan %0,53 oranındaki kısmın, %0,35'lik kısmı İçişleri Bakanlığı Mahalli İdareler Fonu'na, %0,18'lik kısmı ise Bayındırlık ve İskan Bakanlığı Mahalli İdareler Fonu'na aktarılmaktadır.

Ayrıca, 3030 sayılı Kanununun 18'nci maddesinde Bakanlar Kurulu'na verilen yetkiye istinaden, 85/9382 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde il merkezlerinde toplanan vergi gelirleri tahsilatı toplamının %5'lik bölümü Büyükşehir belediyelerine ek pay olarak verilmektedir.

Mahalli idarelerin genel bütçe vergi gelirleri tahsilatları üzerinden aldıkları payın gayri safi milli hasılaya oranı 1995 yılında %1,92 iken, bu oran artarak 1998 yılında %2,33, 1999 yılının ilk dokuz aylık döneminde ise %2,39 olarak gerçekleşmiştir (DPT,2001:39).

Bununla birlikte, 01.01.2002 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 03.03.2001 tarih ve 24335 Mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 4629 sayılı "Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun"un 3'üncü maddesi çerçevesinde Bayındırlık ve İskân Bakanlığı nezdindeki Belediyeler Fonu ve Mahallî İdareler Fonu ile İçişleri Bakanlığı nezdindeki İl Özel İdareleri Fonu ve Mahallî İdareler Fonunun kaldırılması öngörülerek 2380 sayılı Kanun'un 1'inci maddesinde yer alan genel bütçe vergi gelirleri üzerinden mahalli idarelere pay verilmesine ilişkin hüküm, "*Genel bütçe gelirleri tahsilatı toplamı üzerinden belediyelere %6, il özel idarelerine %1,12 nispetinde pay verilir*" şeklinde değiştirilmiştir. Bu çerçevede 01.01.2002 tarihinden geçerli olmak üzere mahalli idarelere ilişkin fonların kalkması nedeniyle mahalli idarelerin genel bütçe vergi geliri tahsilatlarından elde edecekleri gelirler %10,95'ten %7,12'ye düşecektir.

2. Mahalli İdarelerin Öz Gelirleri

2.1. İl Özel İdarelerinin Öz Gelirleri

İl özel idarelerinin öz gelirleri, 3360 sayılı Kanunun 80'inci maddesiyle ve diğer mevzuatla sağlanan gelirlerden oluşmaktadır.

3360 sayılı Kanun'un 80'nci maddesi ile il özel idarelerine sağlanan gelirlerden başlıcaları; özel kanunlarla tanınmış vergi, resim ve harç gelirleri, genel, katma ve özel bütçeli idarelerden aktarılabacak ödenekler, her çeşit teşebbüs ve faaliyetler karşılığında sağlanacak gelirler, taşınır ve taşınmaz malların kira, satış ve başka suretle değerlendirilmesinden doğacak gelirler, 3194 sayılı İmar Kanunu'nun 42'nci maddesine göre tahsil edilecek para cezaları ve hizmet karşılığında alınacak ücretlerdir.

Diğer mevzuatla sağlanan gelirler ise taşocakları işletmelerinden alınan izin ve ruhsat harcı, il özel idarelerince yönetilen kurumlardan alınan hasılatlar v.b. gelirlerden oluşmaktadır.

2.2. Belediyelerin Öz Gelirleri

Belediyelerin öz gelirleri çok çeşitli olup, bu gelirler genellikle 2464 sayılı Kanun ile Emlak Vergisi Kanunu'na dayanmaktadır. 2464 sayılı Kanun çerçevesinde belediyelerin, ilan ve reklam vergisi, eğlence vergisi, haberleşme vergisi, elektrik ve havagazı tüketim vergisi, çevre temizlik vergisi, kaynak suları harcı, bina inşaat harcı, imar harçları, yol, su ve kanalizasyon harçlarına katılım payları gibi toplam 21 gelir kalemi bulunmaktadır.

1985 yılına kadar merkezi idare bütçe gelirleri arasında yer alan Emlak Vergisi, 3239 sayılı Kanun ile belediye vergisi durumuna getirilmiştir. Bu değişikliğe göre belediyeler topladıkları Emlak Vergisi gelirinin %15'ini il özel idareleri payı olarak bırakmakta, ayrıca bu ayırmadan sonra kalan kısmın %20'si Büyükşehir belediyelerine ödenmektedir.

ABD'DE MAHALLİ İDARELERİN İHRAÇ ETMİŞ OLDUĞU MENKUL KIYMETLERİN 1980 –2001²⁷ YILLARI ARASINDAKİ GELİŞİMİ

Tablo – ABD'de Mahalli İdarelerce İhraç Edilmiş Olan Menkul Kıymetlerin 1980 – 2001 Yılları Arasında Yıllar İtibariyle Gelişimi (Milyar \$)

Yıllar	Kısa Vadeli İhraçlar	Uzun Vadeli İhraçlar	Toplam İhraç Tutarı	Tedavüldeki Borç Senedi Tutarı
1980	9,0	46,5	55,3	399,4
1981	14,1	45,6	59,7	443,7
1982	16,6	77,9	94,4	508,0
1983	19,2	85,5	104,8	575,1
1984	23,4	105,6	129,0	650,6
1985	22,3	206,9	229,3	859,5
1986	22,0	150,7	172,7	920,4
1987	20,5	105,1	125,6	1.010,4
1988	23,7	117,4	141,1	1.082,3
1989	29,6	125,0	154,6	1.135,2
1990	34,8	128,0	162,8	1.184,4
1991	44,4	172,8	217,2	1.272,2
1992	43,0	234,7	277,7	1.302,8
1993	47,5	292,5	340,0	1.377,5
1994	40,3	165,1	205,4	1.341,7
1995	38,3	159,9	198,3	1.293,5
1996	41,7	185,0	226,7	1.296,0
1997	46,3	220,6	266,9	1.367,5
1998	34,8	286,2	321,0	1.464,3
1999	36,6	227,4	264,0	1,532,5
2000	41,0	200,4	241,4	1.567,8
2001/6	23,6	134,9	158,5	1.629,3

Kaynak: <http://www.bondmarkets.com/research/munios.shtml>
<http://www.bondmarkets.com/research/issuance.shtml>

²⁷ 2001 yılının 6'nıncı ayı sonu itibariyle

1. Mahalli İdarelerce İhraç Edilen Borçlanmaya Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarının İhtiva Ettiği Bilgiler

Mahalli idareler tarafından ihraç edilen borçlanmaya dayalı sermaye piyasası araçlarında (genel olarak tahvillerde) altı farklı bilgi bulunmaktadır (TBMA, 2001: 22,47).

1.1. İhraçcının Niteliği: İhraçcının kim olduğu borçlanma araçlarında bulunması gereken ilk önemli bilgidir. İhraççı kuruluşun başka bir kurum adına ihracı gerçekleştirmesi durumunda, anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirmekle yükümlü olan tarafa ilişkin bilgilerin de borçlanma aracının üzerinde yer alması gerekmektedir.

1.2. Kupon: Bu bilgi, menkul kıymet sahibi tarafından elde edilecek faiz gelirinin tespiti açısından önem taşımaktadır. Kimi menkul kıymetler, itfa tarihine kadar sabit bir faiz oranına sahip iken kimileri ise değişken faiz oranına sahiptirler. Sabit faiz oranlı borçlanma araçlarında faiz tutarı genellikle altışar ayda bir olmak üzere yılda iki kez ödenmekte olup, değişken faiz oranlı borçlanma araçlarında ise faiz oranı, piyasa koşullarına, belirlenen bir endekse ya da getirinin piyasadaki ortalama getiri ile eşitlendiği bir formüle göre günde bir, haftada bir, ayda bir ya da altı ayda bir gibi düzenli aralıklarla belirlenmektedir.

Bununla birlikte, kuponsuz tahviller (zero coupon bonds) gibi sermaye piyasası araçlarında kupon bulunmamakta olup, faiz geliri belli dönemler yerine değil sermaye piyasası aracının itfa tarihinde elde edilmektedir.

1.3. İtfa Tarihi: İtfa tarihi, yatırımcının anapara ile son faiz ödemesini elde edeceği tarih olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu tarihte ihraçcının yatırımcıya sermaye piyasası aracının üzerindeki nominal değeri ödeme yükümlülüğü bulunmaktadır. Özel kesim tahvilleri genellikle bir ya da iki farklı tarih itibariyle itfa edilirken, mahalli idarelerce tahviller, itfa tarihi birbirinden farklı seriler halinde ihraç edilmektedir. Bu çerçevede mahalli idareler tarafından, itfa tarihleri birbirinden farklı olan 10 ya da daha fazla seri halinde tahvil ihraç edilmesi genellikle görülen bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır. (Fabozzi – Fabozzi, 1995, 157)

1.4. İhraç Tarihi: İhraç tarihi, borçlanma aracı, sahibi tarafından hangi tarihte alınmış olursa olsun, borçlanma aracı üzerindeki faiz tutarına hak kazanmaya başladığı ilk tarihtir. Bu tarihten itibaren borçlanma aracının faizi tahakkuk etmeye başlamakta olup, ilk kupon faizinin hesaplanmasında, ihraç tarihi ile kuponun üzerindeki vade tarihi arasında geçen süre dikkate alınmaktadır.

1.5. Fiyat ve Getiri: Mahalli idare menkul kıymetler piyasasında farklı vadelerde ihraç edilmiş olan çok sayıda borçlanma senedi bulunması nedeniyle menkul kıymetlerde kotasyon genellikle getiri üzerinden verilmekte olup, getirinin ölçümü olarak da büyük bir oranda vadeye kadar olan getiri (yield to maturity) kullanılmaktadır.

1.6. CUSIP Numarası: CUSIP sistemi, ABD menkul kıymetler piyasasında ihraççı bazında menkul kıymetleri tanımlamaya ve birbirinden ayırt etmeye yarayan bir sistem olup, menkul kıymetlerin CUSIP numarası dokuz karakterden oluşmaktadır. İlk altı hane ihraççıyı, sonraki iki hane ihracı, son hane ise kontrol numarasını temsil etmektedir.

ABD'DE MAHALLİ İDARELERİN İHRAÇ ETMİŞ OLDUĞU MENKUL KIYMETLERİN 1975-1999 YILLARI ARASINDA GELİR ve GENEL YÜKÜMLÜLÜK TAHVİLİ OLARAK BÖLÜMLENMESİ

Tablo – ABD'de Mahalli İdarelerce İhraç Edilmiş Olan Menkul Kıymetlerin 1975 – 1999 Yılları Arasında Yıllar İtibariyle Bölümlenmesi (Milyar \$)

Yıllar	Genel Yükümlülük Tahvilleri		Gelir Tahvilleri		Toplam İhraç Tutarı
	İhraç Tutarı	(%)	İhraç Tutarı	(%)	
1975	13,5	53,2	11,9	46,8	25,3
1976	16,2	48,7	17,0	51,3	33,2
1977	15,1	35,6	27,2	64,4	42,3
1978	15,0	32,3	31,4	67,7	46,3
1979	10,2	24,6	31,1	75,4	41,2
1980	13,7	29,6	32,6	70,4	46,3
1981	12,3	27,0	33,3	73,0	45,6
1982	20,1	25,8	57,8	74,2	77,9
1983	18,9	22,1	66,6	77,9	85,5
1984	22,3	21,1	83,3	78,9	105,6
1985	39,7	19,2	167,2	80,8	206,9
1986	45,0	29,8	105,7	70,2	150,7
1987	30,5	29,1	74,5	70,9	105,1
1988	30,9	26,3	86,5	73,7	117,4
1989	38,4	30,7	86,6	69,3	125,0
1990	40,3	31,5	87,7	68,5	128,0
1991	57,2	33,1	115,6	66,9	172,8
1992	80,4	34,3	154,3	65,7	234,7
1993	91,6	31,3	201,0	68,7	292,5
1994	55,8	33,8	109,3	66,2	165,1
1995	60,4	37,7	99,6	62,3	160,0
1996	64,4	34,8	120,7	65,2	185,0
1997	72,3	32,8	148,3	67,2	220,6
1998	93,5	32,7	192,7	67,3	286,2
1999	70,2	31,0	156,6	69,0	226,8

Kaynak: (TBMA, 2001: 56 ; Thompson Financial Securities Data, 13.03.2000)

ABD'DE MAHALLİ İDARELERİN 1975–1999 YILLARI ARASINDA BİRİNCİL PİYASADA İHRAÇ ETMİŞ OLDUĞU MENKUL KIYMETLERİN İHRAÇ ŞEKİLLERİ

Tablo – ABD’de Mahalli İdarelerce Birincil Piyasada İhraç Edilmiş Olan Menkul Kıymetlerin 1975 – 1999 Yılları Arasında Yıllar İtibariyle İhraç Şekli (Milyar \$)

Yıllar	Fiyat Teklifi Alma Usulü (Competative Sale)		Müzakere Usulü (Negotiated Sale)		Toplam İhraç Tutarı
	İhraç Tutarı	(%)	İhraç Tutarı	(%)	
	1975	16,7	66,0	8,6	
1976	19,4	58,5	12,4	33,2	33,2
1977	21,7	51,3	20,0	47,3	42,3
1978	20,6	44,6	24,7	53,3	46,3
1979	17,9	43,4	22,4	54,4	41,2
1980	19,3	41,6	26,4	56,9	46,3
1981	15,7	34,3	28,8	63,1	45,6
1982	23,2	29,8	53,5	68,7	77,9
1983	21,1	24,7	62,1	72,6	85,5
1984	21,8	20,6	79,3	75,1	105,6
1985	27,8	13,4	173,6	83,9	206,9
1986	33,0	21,9	114,6	76,1	150,7
1987	23,4	22,3	77,7	74,0	105,1
1988	26,5	22,6	88,7	75,5	117,4
1989	29,7	23,7	92,1	73,7	125,0
1990	30,1	23,5	95,8	74,8	128,0
1991	40,2	23,3	129,3	74,8	172,8
1992	44,2	18,8	187,3	79,8	234,7
1993	55,6	19,0	234,3	80,1	292,5
1994	49,5	30,0	112,7	68,3	165,1
1995	40,8	25,5	115,4	72,1	160,0
1996	47,0	25,4	134,4	72,7	185,0
1997	47,8	21,7	166,4	75,4	220,6
1998	65,4	22,9	214,6	75,0	286,2
1999	52,8	23,3	166,6	73,5	226,8

Kaynak: (TBMA, 2001: 84 ; Thompson Financial Securities Data)

ABD'DE 1980, 1989 VE 1999 YILLARI İTİBARIYLA MAHALLİ İDARELER TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLERE YATIRIM YAPAN YATIRIMCI KİTLESİ

Yatırımcı Kitlesi	1980 (%)	1989 (%)	1999 (%)
Bireysel Yatırımcılar	26,2	48,2	35,0
Yatırım Fonları	1,6	15,9	33,0
Banka Personeli Sandıkları	6,5	6,4	5,8
Ticari Bankalar	37,3	11,8	7,2
Sigorta Şirketleri	20,3	11,9	13,7
Diğer	8,3	5,8	4,6
TOPLAM	100,00	100,00	100,00

Kaynak: (TBMA, 2001:17 ; Federal Reserve System)

ABD'DE 1983-1992 YILLARI ARASINDA MAHALLİ İDARELERCE GERÇEKLEŞTİRİLEN MENKUL KIYMET İHRAÇLARINDAN KAYNAKLANAN TEMERRÜTLERİN MENKUL KIYMET TÜRÜNE GÖRE DAĞILIMI

Tablo - ABD'de 1983-1992 Yılları Arasında Mahalli İdarelerce Gerçekleştirilen Menkul Kıymet İhraçlarından Kaynaklanan Temerrütlerin Menkul Kıymet Türlerine Göre Dağılımı

Menkul Kıymet Türü	İhraç Toplamı (Milyar \$)	Temerrüt Toplamı (Milyon \$)	(%)
Genel Yükümlülük Tahvilleri	558,2	1.103	0,2
Gelir Tahvilleri			
Konut	167,6	4.572	2,7
Sağlık	156,9	2.745	1,7
Enerji	118,6	3.536	3,0
Kamu Hizmeti	112,0	29	0,3
Ulaşım	107,6	689	0,6
Eğitim	101,0	112	0,1
Çevre	71,6	1.543	2,2
Endüstriyel Gelişim	54,0	1.631	3,0
Diğer	16,1	164	1,0
Vergiye Tabi İhraçlar	26,6	1.850	7,0
Diğer	61,3	-	-
TOPLAM	1.551,5	17.974	1,2

Kaynak: (Heide-Klein-Lederman, 1994:496)

MENKUL KIYMETLERDE RİSKİN BELİRLENMESİ AMACIYLA ÜÇ BÜYÜK DERECELENDİRME KURULUŞU BAZINDA RİSKİN DEĞERLENMESİNE YÖNELİK KULLANILAN SEMBOLLER ve SEMBOLLERİN ANLAMLARI

Tablo – Üç Büyük Derecelendirme Kuruluşu Tarafından Verilen Notları Belirten Semboller ve Sembollerin Anlamları

Kredinin Kalitesi	Moody's	S&P	Fitch IBCA
Yatırım Yapılabilir Dereceler			
Prime	Aaa	AAA	AAA
Mükemmel	Aa	AA	AA
Ortanın Üstü	A	A	A
Ortanın Altı	Baa	BBB	BBB
Yatırım Yapılması Riskli Dereceler			
Spekülatif	Ba	BB	BB
Çok Spekülatif	B, Caa	B, CCC, C	B, CCC, CC, C
Temerrütte	Ca, C	D	DDD, DD, D

Kaynak: (TBMA, 2001: 13)

1. Genel Yükümlülük Tahvillerinin Derecelendirme Notuna Etki Eden Faktörler

Genel yükümlülük tahvillerinin kredi analizlerine ilişkin olarak farklı yaklaşımlar bulunmakla birlikte, analizler genel olarak dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bu başlıklardan birincisi toplam borç yükü, ikincisi ekonomik faktörler, üçüncüsü yönetsel faktörler, dördüncüsü ise yerel yönetimlerce elde edilen gelirler ile bütçenin yapısıdır (Lamb-Rappaport, 1987:61-81).

1.1. Toplam Borç Yükü

Mahalli idarenin genel vergilendirme gücü limitli ya da limitsiz olsun kredi analizlerinde ilk dikkat edilen nokta ihraççının dolaşımdaki mevcut genel yükümlülük borçlarının toplam tutarı ve borçlanmanın özellikle son beş yıl içerisinde nasıl bir değişim izlediğidir. Daha sonra ise tahvilin anapara ve faiz ödemelerinde kullanacağı vergilendirme gücünün ne kadar etkin ve ne kadar güvenli olduğu, tahvilin vergilerden elde edilecek fonlar dışında başka gelir kaynakları ile de desteklenip desteklenmediği üzerinde inceleme yapılır. İncelenmesi gereken diğer bir husus da mahalli idarenin sermaye piyasaları dışında mali piyasalardan borçlanma vasıtası ile temin ettiği kaynaklar, bu kaynaklara ilişkin yükümlülükler, bütçe içerisinde diğer transfer harcamalarının büyüklüğü ile mahalli idarelere bağlı diğer kuruluşların borç yükümlülükleridir. Bunların yanında, mahalli idarelerin ileride izlenmeyi düşündüğü borçlanma politikaları ile borçlanmaya ilişkin olarak mahalli idare meclisi vasıtasıyla borçlanma sınırına ilişkin olarak yönetime verilen izinlerin kapsamı ve süresi derecelendirme kuruluşları tarafından incelenmektedir.

1.2. Ekonomik Faktörler

Derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme sırasında dikkat edilen faktörler, emlak değerlerinin mahalli idare sınırları içerisinde nasıl bir gelişme izlediği, en fazla emlak vergisi ödeyen kuruluşların kimler olduğu ile mahalli idare tarafından inşaat ruhsatı verilen gayrimenkullerde, nüfus ve işsizlik oranlarında, ülke ve dünya ekonomisinde nasıl bir trend meydana geldiğidir.

1.3. Yönetsel Faktörler

Genel yükümlülük tahvillerinin derecelendirilmesinde derecelendirme kuruluşu açısından mahalli idarenin güçlü bir yürütme organına sahip olup olmadığı önem taşımaktadır. Bunun nedeni güçlü bir idari yapının özellikle mali ve ekonomik alanda öngörülemeyen problemlerin ortaya çıkması durumunda problemlere hızlı bir şekilde müdahale etme imkanının olmasıdır.

Mahalli idare yürütme organının başı, belediye başkanı, vali ya da özel bölgenin başkanı olursa olsun güçlü bir yürütme organının temel olarak üç temel özelliğe sahip olması gerekmekte olup, bu özellikler,

1. Mahalli idare yönetimini başkanın (belediye başkanı gibi) yeniden seçime gerek olmaksızın en az dört yıllık bir dönem için görevinin başında bulunacak olması,

2. Yürütme organının; mahalli idare meclisinin onayına sunulacak olan mahalli idare bütçesinin hazırlanmasında, meclis tarafından kabul edilen bütçe içerisinde beklenmeyen durumlarda bazı harcama kalemlerinde veto edilebilmesinde ve bütçenin uygulanması sırasında bütçe gelirlerinin giderlere tahsis edilmesi sırasında yetkili organ olması,

3. Mahalli idare yürütme organının yasa ile hangi şartlar altında görevden alınabileceğinin belli olmasıdır.

1.4. Elde Edilen Gelirler ve Bütçe Yapısı

Derecelendirme kuruluşunun incelemeleri sırasında dikkate alınan bir diğer husus ise ihraççının bütçesi içerisinde elde edilen gelirlerin hangi kaynaklardan, ne miktarda elde edildiği ile bütçenin mali yapısına ilişkin diğer bilgilerdir. Bu çerçevede bütçede her türlü vergi gelirlerinin bütçe gelirleri içerisinde ne kadar paya sahip olduğu ve bu gelirlerin zaman içerisinde nasıl bir gelişme gösterdiği incelenmektedir. Bunun yanında mahalli idare tarafından topluma hangi hizmetlerin sağlandığı ve hizmetlerin çeşitliliği ile hangi faaliyetlerin bütçe giderleri içerisinde önceliğe ve ağırlığa sahip olduğu derecelendirme notu üzerinde önem kazanmaktadır. Genel olarak mahalli idare tarafından saf kamusal hizmetlerin dışında özel sektör tarafından da yapılabilecek faaliyetlerde bulunması derecelendirme notunu düşüren etmenler arasında gelmektedir.

Mahalli idarenin son 3 yıla ilişkin gelir ve giderleri ile mahalli idarenin mali tablolarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre hazırlanarak bağımsız denetinden geçirilip geçirilmediği de derecelendirme notunun tespitinde önem kazanan diğer faktörlerdir.

Yukarıda açıklanan bu faktörlere bağlı olarak yapılan oran analizlerinde özellikle; mahalli idare sınırları içerisinde kişi başına düşen tahvil borcu miktarı, mali ya da sermaye piyasası ayırımı yapılmaksızın yan kuruluşların da borçları dahil olmak üzere mahalli idarelerin kişi başına düşen borç miktarı, net genel yükümlülük borcu tutarının mahalli idare sınırları içerisindeki gayrimenkullerin rayiç değerine oranı gibi oranlar belediye tahvil piyasasındaki ortalama oranlarla karşılaştırılmaktadır.

2. Gelir Tahvillerinin Derecelendirme Notuna Etki Eden Faktörler

Gelir tahvillerine ilişkin olarak derecelendirme faaliyetleri sırasında tıpkı genel yükümlülük tahvillerinin derecelendirilmesinde olduğu gibi ekonomik ve yönetsel faktörlerin yanında gelir tahvilinin ihraç edildiği proje hakkında inceleme yapılmaktadır. Tahvil ihracı ile finansmanı sağlanacak projenin öncelikli olarak toplumun gerçekten ihtiyaç duyduğu bir alanda gerçekleştirilmesi, ayrıca projenin gerçekleştirilmesi sonucunda elde

edilecek gelirlerinin tahvilin anapara ve faiz ödemelerini karşılayabilir nitelikte olması gerekmektedir. Bu nedenle proje üzerinde yapılacak fizibilite çalışmasının sonuçları mahalli idare tarafından gerçekleştirilecek tahvil ihracından önce büyük önem kazanmaktadır. Pek çok fizibilite çalışmasında alternatif yatırım maliyetleri ile hizmetin alternatif bir yolla gerçekleştirilmesinin daha uygun olup olmayacağını karşılaştırılmaktadır. Çalışmalar, daha önce o hizmete olan potansiyel talep üzerinden yıllar itibariyle gelecekteki talep hacminin ne kadar olacağını da ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır.

Çalışma içerisinde geleceğe dönük projeksiyonlara ilişkin olarak nüfus, bölgedeki endüstriyel gelişme, işsizlik oranları ile nüfusun gelir seviyesi gibi hususlarda geçmiş verilerden yola çıkılarak bu değişkenlerin zaman içerisinde ne şekilde değişeceği hakkında varsayımlarda bulunmaktadır. Bütün bu değişkenler proje sonucunda verilecek hizmete olan talebi, bu talep de tahvil faiz ve anapara ödemelerini etkileyeceğinden dolayı değişkenlere ilişkin varsayımlar hakkında geçmişteki verilerle karşılaştırmalı olarak gelir tahvili ihracı sırasında kamuya açıklanan resmi beyan (official statement) içerisinde de bilgi verilmektedir.

Projeye ilişkin olarak yapılan fizibilite çalışmalarında nakit akımlarının da hesaplanması gerekmektedir. Proforma nakit akım tablosu, farklı ekonomik varsayımlar altında nakit giriş ve nakit çıkışlarının ne şekilde değişeceği hesaplanarak hazırlanmaktadır. Ayrıca nakit girişlerinin kapsamı ile nakit çıkışları içerisinde faaliyet ve bakım-onarım giderlerinin ne şekilde tahmin edildiğine ilişkin bilgiler nakit akım tabloları içerisinde yer almaktadır.

Yapılacak finansal analizler sonucunda derecelendirme kurumu tarafından farklı finansal oranlar elde edilecektir. Bu oranlar içerisinde en önem taşıyanı borç servis oranıdır. Borç servis oranı, yıllar itibariyle projeden elde edilecek gelirlerin tahvil faiz ve anapara ödemelerini hangi oranda karşılayacağı ölçmekte kullanılan bir oran olup, net gelirlerin zorunlu borç servis tutarına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Genel olarak bu oranın 1,1'in üzerinde olması istenmektedir (Lamb-Rappaport, 1987:85-89).

ABD'DE 1980-1999 YILLARI ARASINDA SİGORTALI OLARAK İHRAÇ EDİLEN UZUN VADELİ MENKUL KIYMETLER

Tablo – ABD’de 1980-1999 Yılları Arasında Mahalli İdarelerce Sigortalı Olarak İhraç Edilen Uzun Vadeli Menkul Kıymetler (Milyar \$)

Yıllar	Sigortalı İhraç Tutarı	Sigortalı İhraçların Toplam İhraçlar İçindeki Payı	Toplam İhraç Tutarı
1980	1,2	2,5	46,3
1981	2,4	5,3	45,6
1982	6,9	8,8	77,9
1983	12,9	15,1	85,5
1984	16,4	15,5	105,6
1985	44,8	21,6	206,9
1986	24,0	15,9	150,7
1987	19,2	18,3	105,1
1988	27,1	23,1	117,4
1989	31,0	24,8	125,0
1990	33,7	26,3	128,0
1991	52,0	30,1	172,8
1992	80,8	34,4	234,7
1993	108,1	36,9	292,5
1994	61,5	37,3	165,1
1995	68,5	42,8	160,0
1996	85,7	46,3	185,0
1997	107,5	48,7	220,6
1998	145,1	50,7	286,2
1999	104,7	46,2	226,8

Kaynak: (TBMA, 2001: 14 ; Thompson Financial Securities Data)

ABD'DE 1980-1999 YILLARI ARASINDA TEMİNAT MEKTUPLU OLARAK İHRAÇ EDİLEN UZUN VADELİ MENKUL KIYMETLER

Tablo – ABD'de 1980-1999 Yılları Arasında Teminat Mektuplu Olarak İhraç Edilen Uzun Vadeli Menkul Kıymetler (Milyar \$)

Yıllar	Teminat Mektuplu İhraç Tutarı	Teminat Mektuplu İhraçların Toplam İhraçlar İçindeki Payı	Toplam İhraç Tutarı
1980	0,1	0,2	46,3
1981	4,8	10,6	45,6
1982	6,3	8,1	77,9
1983	6,3	7,4	85,5
1984	17,4	16,5	105,6
1985	38,4	18,6	206,9
1986	13,0	8,6	150,7
1987	14,3	13,6	105,1
1988	15,8	13,4	117,4
1989	11,8	9,4	125,0
1990	13,9	10,8	128,0
1991	10,2	5,9	172,8
1992	8,2	3,5	234,7
1993	11,1	3,8	292,5
1994	12,3	7,4	165,1
1995	11,4	7,1	160,0
1996	12,1	6,5	185,0
1997	14,7	6,7	220,6
1998	11,9	4,1	286,2
1999	12,1	5,4	226,8

Kaynak: (TBMA, 2001: 16 ; Thompson Financial Securities Data)