

Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması

Soner YAKAR*
Serkan Yılmaz KANDIR**

Özet

Türkiye’de yerel hizmetlerin büyük kısmı belediyeler tarafından sunulmaktadır. Ancak belediyeler sundukları yerel nitelikli hizmetleri sağlayacak düzeyde gelir kaynaklarına sahip değildirler. Bu nedenle belediyelerin finansman sorununu çözme konusunda başvurdukları yöntemlerden biri de borçlanmadır. Belediyelerin sermaye piyasalarından tahvil ihraç etmek yoluyla finansman sağlaması da borçlanma yöntemlerinden biri olmasına rağmen belediyeler tarafından kullanılan yöntemlerden biri değildir. Dolayısıyla mahalli idarelerin tahvil ihraç ederek finansman sağlaması yöntemini uzun süredir başarıyla uygulayan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) örneğinden alınacak dersler çerçevesinde Türkiye’de yapılması gerekenler üzerinde durulmuştur. ABD’de mahalli idare tahvillerinin talep edilmesini sağlayan düzenlemeler tahvillerden faiz gelirleri elde edenlere yönelik vergi muafiyeti ve tahvillerin geri ödenmeme riskini azaltacak uygulamalardır. Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracında başarılı olabilmeleri için benzer düzenlemelerin yapılması önerilebilir.

Anahtar Kelimeler: Belediye, Belediye Tahvilleri, Vergi Muafiyeti, Ödememe Riski

Municipal Bond Issues in Turkey and United States of America Practice

Abstract

In Turkey, most of the local services are provided by municipalities. Nevertheless, municipalities do not possess revenue sources that would support local services. Thereby municipalities frequently use debt in order to solve their financing

* Dr., Arş.Gör., Çukurova Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, soner.yakar@gmail.com

** Doç.Dr., Çukurova Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, skandir@cu.edu.tr

problems. Although municipal bonds is a method of obtaining financing sources from capital markets, municipalities do not issue municipal bonds. However, local governments in the USA have succesfully issued municipal bonds for a long time. Thus, some lessons would be learnt from the USA example in order to understand what to do in Turkey. The arrangements that create demand for US local govenrment bonds are tax exemption for the interest income of municipal bond owners and practices for mitigating default risk of municipal bonds. We would suggest similar arrangements for succesful municipal bond issues in Turkey.

Key Words: *Municipalities, Municipal Bonds, Tax Exemption, Default Risk*

JEL Classification Codes: *H70, H74, H81*

Giriş

1990’lardan sonra desantralizasyon ve hızlı şehirleşme ile birlikte gerek gelişmekte olan ülkelerde ve gerekse geçiş ekonomilerinde yerel yönetimler ve sahip oldukları şirketler daha fazla yerel nitelikli hizmet sunmak ve altyapı yatırımlarını gerçekleştirmek zorunda kalmışlardır. Bu durum ise yerel yönetimlerin finansman ihtiyacının artmasına neden olmuştur. Bu ülkelerde merkezi hükümetlerin karşılaştıkları mali sorunlar yerel yönetimlerin merkezi hükümetten aldığı mali kaynaklarının azalmasına ve finansman sorununun artmasına yol açmıştır. Yerel yönetimlerin karşılaştıkları finansman sorununu çözme konusunda ürettikleri çözüm yöntemlerinden biri de sermaye piyasalarına başvurarak finansman sağlamaya çalışmaktır (Bali, 2007:149 ve Billand, 2005). Sermaye piyasalarından finansman sağlama yolları içerisinde tahvil ihracı öne çıkmaktadır (Billand, 2005).

Türkiye’de yerel yönetim hizmetlerinin büyük çoğunluğunu sunan belediyelerin finansman sorununa çözüm arayışı son dönemlerde önemli tartışma konularından biridir. Çünkü belediyelerin gelir kaynakları, artan hizmet yükümlülüklerini sağlamakta yetersiz kalmaktadır. Belediyelerin gelirlerini dört ana başlık altında sınıflandırmak mümkündür. Bunlar; genel bütçe vergi gelirlerinden ayrılan paylar, öz gelirler, merkezi yönetim yardımları ve borçlanma gelirleridir (Güner, 2004). Belediye gelirleri arasında yer alan borçlanma, belediyelerin artan sorumluluklarını yerine getirmede son dönemde önemli finansman araçlarından biridir (Yıldırım ve Ayırcay, 2007:21). Belediyelerin borçlanma yöntemlerinden biri de sermaye piyasalarına tahvil ihracı yoluyla finansman sağlamaktır. Türkiye’de de belediyeler görev ve hizmetlerinin gerektirdiği harcamaların finansmanını sağlamak amacıyla kanunla belirtilen usul ve esaslar çerçevesinde tahvil ihracı ile borçlanabilme yetkilerine sahiptir (Gündüz, 2008:165).

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkındaki Kanunun 4. maddesinde ve 15/03/2012 tarihli ve 28234 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler ile Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurt içi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul Ve Esaslara Dair Yönetmelikte yurt içi piyasalarda yapılacak belediye tahvili ihraçlarının Müsteşarlığın iznine tabi olduğu belirtilmektedir. Ancak Müsteşarlıkça izin verilmesinin hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmediği vurgulanmaktadır (Resmi Gazete, Sayı:28234, 15/03/2012). Dolayısıyla belediyeler tarafından ihraç edilecek tahviller devlet tahvili sayılsa da

hazine garantisi altında olmayacaklardır. Bu durum, belediyeler tarafından ihraç edilecek tahvillerin piyasada yeterli ilgi görme olasılığını düşürecektir. Örneğin İstanbul ve Ankara belediyeleri yurt içine tahvil ihracı ile borçlanma yoluna başvurmuşlardır. Ancak tahvillere yeterli ilgi olmaması nedeniyle sonuç istendiği şekilde gerçekleşmemiştir (Çetinkaya ve Demirbaş 2004:21). Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracına ilişkin yönetmelikte bu tahvillere hazine garantisi verilmemesinden dolayı bu tahvillerin belediyelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamasını temin etmek üzere belediye tahvillerine olan ilginin artırılması için bazı düzenlemeler yapılması gerekli olacaktır. Bu düzenlemeler ise yerel yönetim tahvil piyasası gelişmiş ve geçmişi çok eskiye dayanan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) örnek alınarak yapılabilir. Yaklaşık iki yüz yıllık geçmişe sahip olan bu piyasada günümüzde eyalet ve yerel yönetimlerin yatırım projeleri için ihraç ettikleri toplam tahvil büyüklüğü 2 trilyon ABD doları civarını bulmaktadır (Gündüz, 2008:124). Dolayısıyla belediye tahvil sistemini başarıyla uygulayan ABD örneğinden alınacak dersler Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracının etkili bir finansman aracı olarak uygulanması için önemli bir yol gösterici olabilecektir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de belediyelerin yurt içine tahvil ihracının etkin bir finansman aracı olarak kullanılabilmesi için yapılması gerekenlerdir (Belediyelerin tahvil ihracına ilişkin yapılan tüm düzenlemeler Büyükşehir Belediyeleri için de aynen geçerlidir). Bunun sağlanabilmesi için ise ABD örneğinden hareketle Türkiye’de yapılması gereken düzenlemeleri tartışmaktır. Bu çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ABD’de mahalli idarelerin tahvil ihracı uygulaması, ikinci bölümde ise Türkiye’de belediye tahvil ihraçlarının başarılı olabilmesi için yapılması gerekenler üzerinde durulacaktır.

1. Amerika Birleşik Devletleri’nde Mahalli İdarelerin Tahvil İhracı Uygulaması

ABD’de mahalli idare türleri bakımından standart bir yapılanma bulunmamaktadır. Genel yapı itibarıyla mahalli idareleri dört grupta toplamak mümkündür. Bunlar countyler, belediye yönetimleri, kasaba yönetimleri ve özel amaçlı yönetim birimleridir (Ulusoy ve Akdemir, 2010:130-136). Bu yapıda yerel yönetimler federal seviyede anayasal düzenlemeye konu edilmemişlerdir. Yerel yönetimlere ilişkin düzenleme yetkisi eyaletlere bırakılmakta ve bu durumun sonucu olarak da federal devletin değil, eyaletlerin birer kuruluşu olarak kabul edilmektedir (Gündüz, 2008:122).

ABD’de mahalli idareler gelirlerini çeşitli kaynaklardan sağlamaktadırlar. Mahalli idareler gelirlerinin %65’ini öz kaynaklardan sağlarken dış ticaret üzerindeki vergiler anayasal sınırlama hariç her bir eyalet kendi vergi politikasını oluşturabilmektedir. Eyaletler federal devlet ve mahalli idareler kendi gelir kaynaklarına sahiptir. Federal devlet eyaletlere vergilendirme yetkisi konusunda herhangi bir sınırlama getirmemekte, eyaletlerde mahalli idarelere geniş vergileme yetkisi tanımlanmıştır. ABD’de mahalli idareler, federal devletin müdahalesi olmaksızın eyalet kanunlarının belirlediği sınırlar çerçevesinde alt yapı yatırımlarını finanse etmek, kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak ve ticari faaliyetleri teşvik etmek amacıyla borçlanabilmektedirler. Kısa vadeli borçlanmalar daha çok bütçe açıklarının finansmanı amacıyla ticari bankalardan sağlanırken uzun vadeli alt

yapı yatırımlarının finansmanı tahvil ihracı suretiyle gerçekleştirilmektedir (Ulusoy ve Akdemir, 2010:134-136).

1.1. Mahalli İdare Tahvilleri

ABD’de tahviller, ihraççı kuruluşa göre üç farklı türde ihraç edilmektedir. Bunlar devlet tahvilleri, mahalli idare tahvilleri ve şirket tahvilleridir (Choudhry ve diğerleri, 2010:49). Devlet tahvilleri, devletin doğrudan yükümlülüklerini temsil eden ve devlet tarafından çıkarılan menkul kıymetlerdir. Devlet tahvillerinin faiz ve anapara ödemeleri devletin güvencesi altında olduğundan devlet tahvillerinin kredi riskinden bağımsız oldukları kabul edilmektedir (Fabozzi, 2000:122). Şirket tahvilleri, özel şirketlerin doğrudan sermaye piyasalarının borç para bulmasını sağlayan finansal araçlardır. Şirket tahvillerinin ödeme yapısı devlet tahvilleri ile benzerlik göstermektedir. Her iki tahvil türünde ara dönemlerde kupon ödemeleri ve vadede tahvilin nominal değerine eşit tutarda anapara ödemesi yapılmaktadır. Ancak risk yapısı açısından iki tahvil türü arasında önemli bir farklılık vardır. Şirket tahvilleri değişik düzeylerde ödenmeme riski (default risk) içermektedir (Bodie, Kane ve Marcus, 1999:42).

Mahalli idare tahvilleri ise yerel yönetimlerin (ihraççıların), borç verenlere (yatırımcılara) borç aldıkları para karşılığında anapara ve faiz ödemesi taahhütünü içeren menkul kıymetlerdir. Bununla birlikte mahalli idare tahvilleri yerel yönetimlerin yanı sıra yerel yönetimlere bağlı kuruluşlar tarafından da çıkarılabilmektedir. Mahalli idare tahvilleri okul binası, yol, kamu binası, elektrik üretim tesisi, hastane inşaatı ile su ve kanalizasyon işleri gibi çok geniş bir proje yelpazesinin finansmanında kullanılmaktadır (Temel, 2001:1-2). Bir anlamda mahalli idare tahvilleri, gelirleri ile daha çok uzun vadeli alt yapı yatırım projelerin gerçekleştirmekte zorlanan mahalli idareler için önemli bir finansman aracı haline gelmektedir.

1.2. Mahalli İdare Tahvillerin Sınıflandırılması

ABD’de ihraç edilen mahalli idare tahvilleri incelendiğinde bunlar beş farklı açıdan sınıflandırılabilir. Birinci sınıflandırma, süreyi kriter olarak kabul etmektedir. Buna göre mahalli idare tahvilleri kısa ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İkinci sınıflandırma, tahvil yoluyla sağlanan kaynakların kullanım alanlarına göre yapılmaktadır. Bu durumda mahalli idare tahvilleri, genel yükümlülük tahvilleri ve gelir tahvilleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Üçüncü sınıflandırma, mahalli idare tahvillerinin faiz yapısına ilişkindir. Buna göre mahalli idare tahvilleri, sabit ve değişken faizli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dördüncü sınıflandırmada, mahalli idare tahvillerinin vergiden muaf olup olmamasına göre özel ve genel amaçlı tahviller olarak ikiye ayrılmaktadır. Beşinci sınıflandırmada ise belediye tahvillerinin faiz ödeme biçimleri dikkate alınmaktadır.

Mahalli idare tahvilleri vade açısından değerlendirildiğinde iki temel türü bulunmaktadır. Kısa vadeli belediye bonoları, belediyelerin mevsimsel ve geçici nitelikteki nakit açıklarının karşılanması amacıyla ihraç edilmektedir. Söz konusu nakit açığı genellikle harcamalar ile vergi gelirlerinin zamanlaması arasında farklılık olmasından kaynaklanmaktadır. Uzun vadeli mahalli idare tahvilleri ise uzun vadeli ve sürekli finansman ihtiyaçlarının karşılanması için ihraç edilmektedir. Uzun vadeli ihtiyaçlar iki biçimde gözlenmektedir. Birincisi, uzun vadeli yatırım projeleridir. Bunlar okul, köprü, yol, havaalanı vb. şeklinde olabilir. İkinci kullanım alanı ise yerel yönetimlerin uzun vadeli bütçe açıklarının finansmanıdır (Fabozzi, 2002:235).

Mahalli idare tahvilleri, tahvil yoluyla sağlanan kaynakların kullanım alanlarına göre ikiye ayrılmaktadır. Genel yükümlülük tahvilleri (general obligation bonds) yerel yönetimler tarafından ihraç edilen borçlanma aracıdır. Bu tür mahalli idare tahvilleri bir tür vergi geliri ile güvence altına alınmakta ve yerel yönetimlerin yollar, parklar, okullar gibi genel amaçlı yatırımlarını finanse etmek için çıkarılmaktadır. Bu tahviller toplumun genel çıkarları için çıkarılmaktadır. Bu nedenle bu tür tahvillerin faiz ve anapara ödemelerinin yerel yönetimin vergi gelirleri ile karşılanması beklenmektedir. Gelir tahvilleri (revenue bonds) ise belirli projeleri finanse etmek için çıkarılmaktadır. Örneğin elektrik santralleri, su ve havalimanları, spor kompleksleri, su ve kanalizasyon yatırımları gibi projeler gelir tahvilleri ile finanse edilebilmektedir. Bu tahvillere yapılacak faiz ve anapara ödemeleri yatırımlardan elde edilmesi beklenen nakit akışları ile güvence altına alınmaktadır (Fabozzi ve Mann, 2005:255-258; Temel, 2001:4-5). Gelir tahvillerinin özel bir türü sektörel gelişme tahvili (industrial development bond) olarak adlandırılmaktadır. Sektörel gelişme tahvilleri doğrudan bir ticari işletmenin finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilmektedir (Bodie, Kane ve Marcus, 1999:40). Genel yükümlülük tahvilleri genel amaçlı tahviller olarak da adlandırılmaktadır. Benzer biçimde gelir tahvilleri özel amaçlı tahviller olarak da adlandırılmaktadır. Özel amaçlı tahviller büyük ölçüde belirli bir kişi veya kuruluşun finansmanını amaçlarken genel amaçlı tahviller toplumun genel yararını finanse etmeyi amaçlamaktadır (Mauro ve Fischer, 2008:581).

Mahalli idare tahvilleri sağlanan vergi muafiyetine tabi olup olmamaya göre özel ve genel amaçlı olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu tahvillere sağlanan vergi muafiyeti kamu yararı sağlayan projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tanınmıştır. Ancak 1980’li yılların ortalarından itibaren vergiden muaf özel amaçlı tahvillerin kamu yararı yerine vergi avantajı nedeniyle yoğun bir şekilde ihraç edilmesi kaygılara neden olmuştur. Bu çerçevede ABD Kongresi, 1986 tarihli vergi reformu ile vergiden muaf özel amaçlı tahvil ihracına bazı kısıtlamalar getirmiştir. Vergiden muaf özel amaçlı tahvil ihracı için kullanılan birinci kısıt tahvil ihraç limitine ilişkindir. Buna göre bir eyaletin vergiden muaf özel amaçlı tahvil ihraç limiti kişi başına 50 dolar veya toplam 150 milyon dolar ile sınırlandırılmıştır. Bu iki kriterden hangisi önce gerçekleşirse tahvil ihraç limitinin belirlenmesinde o kriter dikkate alınacaktır (Bodie, Kane ve Marcus, 1999:40). Vergiden muaf özel amaçlı tahvil ihracı için kullanılan ikinci bir kısıt ise tahvil ihracı yoluyla sağlanan kaynakların kullanım alanı ve tahvil ihracı sırasında sunulan güvencelerle ilgilidir. Bu kısıtın uygulanması sırasında özel ve genel amaçlı tahvil ayrımını yapabilmek için tahvil ihracına ilişkin bir test uygulanmaktadır. Söz konusu test iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama, tahvil ihracından sağlanan kaynakları konu almaktadır. Tahvil ihracı suretiyle elde edilen kaynakların %10’dan fazlası bir kişi veya kurum tarafından kullanılırsa bu tahvil özel amaçlı tahvil olarak tanımlanmaktadır. Testin ikinci aşamasında tahvilin anapara ve faiz ödemelerinin %10’dan daha fazlası kişi veya kurumlar tarafından güvence altına alınırsa bu tahvil özel amaçlı tahvil olarak kabul edilmektedir. Testin her iki aşamasında özel amaçlı tahvil olarak belirlenen tahvilin vergi muafiyeti kaldırılmaktadır (Bland ve Chen, 1990:43-44).

Mahalli idare tahvillerinin büyük kısmı geleneksel biçimde yapılandırılmış sabit faizli tahvillerdir. Ancak değişken faizli mahalli idare tahvilleri de mevcuttur. Bu durumda mahalli idare tahvillerinin ödeyeceği faiz tutarı, referans alınan faiz

oranının üzerine risk primi eklenerek belirlenmektedir. Referans faiz oranı, hazine borçlanma oranı, prime rate (bankaların kredi değerliliği yüksek müşterilere borç verme oranı) veya mahalli idare tahvillerine ilişkin bir endeks olabilmektedir (Choudhry, 2001:427-428).

Mahalli idare tahvilleri, yatırımcılara faiz ödeme biçimleri yönünden de farklılık göstermektedir. Geleneksel kuponlu tahvil yapısının yanı sıra ara ödeme yapılmayan mahalli idare tahvilleri de bulunmaktadır. İskontolu satılan mahalli idare tahvillerinde faiz ödemesi vadede yapılmakta ve tahvil nominal değeriyle satılmaktadır. Böylece yatırımcıların yeniden yatırım riski ortadan kaldırılmaktadır (Choudhry, 2001:427-428).

1.3. Mahalli İdare Tahvillerinin Başarılı Bir Finansman Aracı Olmasını Sağlayan Faktörler

1.3.1. Tahvillerine İlişkin Vergisel Avantajlar

ABD’de de mahalli idare tahvillerinin şirket tahvillerine göre daha az riskli oldukları kabul edilir. Bu çerçevede mahalli idare tahvillerinin şirket tahvillerine göre daha düşük getiri oranları sunmaları makul kabul edilebilir. Ancak mahalli idare tahvillerinin benzer özelliklere sahip diğer tahvillere göre daha düşük getiri sunmalarının daha önemli bir sebebi bulunmaktadır. Mahalli idare tahvilleri genellikle vergiden muafır. Bu nedenle mahalli idare tahvilleri vergi avantajını karşılayacak biçimde daha düşük getirili tahvillerdir (Chorafas, 2005:57).

ABD’de mahalli idare tahvillerinin önemli bir özelliği bu tahvillerin sağladıkları gelirlerin çoğunlukla vergilendirilmemesidir. Ancak vergi muafiyeti yalnızca faiz gelirlerini konu alır. Sermaye kazançları vergilendirilmektedir. Öte yandan bazı mahalli idare tahvillerinin vergi muafiyeti sağlamadığı gözlenmektedir. Vergiden muaf olmayan mahalli idare tahvili ihracı yasal sınırlamalardan kaynaklanmaktadır. Bazı projelerin finansmanında vergiden muaf mahalli idare tahvili ihracına izin verilmemektedir. Örneğin gelir tahvilleri vergiden muaf ihraç edilememektedir. Diğer yandan vergiden muaf tahvil ihracında tutar açısından da sınırlamalar vardır. Söz konusu sınır aşıldığında yerel yönetimler vergiye tabi mahalli idare tahvili ihraç etmek zorunda kalmaktadırlar (Fabozzi, 2002:230-231). Örneğin ABD Kongresi, her bir eyaletin ihraç edebileceği özel amaçlı belediye tahvili ihraç limitini 150 milyon dolar veya kişi başına 50 dolar ile sınırlamıştır (Bland ve Chen, 1990:44). Ayrıca, ABD’de belediye tahvillerinin vergilendirilmesine ilişkin olarak üç farklı durum söz konusu olmaktadır (Fabozzi, 2002:230-231):

- Mahalli idare tahvillerinin sağladıkları faiz gelirleri bazı eyaletlerde ihracın eyalet içi veya dışından yapılması ayrımı yapılmaksızın vergiye tabi tutulmaktadır.
- Mahalli idare tahvillerinin sağladıkları faiz gelirleri bazı eyaletlerde ihracın eyalet içi veya dışından yapılması ayrımı yapılmaksızın vergiden muaf tutulmaktadır.
- Mahalli idare tahvillerinin sağladıkları faiz gelirleri bazı eyaletlerde ihracın eyalet içi olması halinde vergiden muaf tutulmakta; ihracın eyalet dışından yapılması halinde vergiye tabi tutulmaktadır.

ABD’de mahalli idare tahvillerinin vergilendirilmesi ile ilgili bir diğer konu ise iskontolu mahalli idare tahvillerinin varlığı ile ilgilidir. Kuponlu mahalli idare tahvillerinin faiz ödemelerinin vergiden muaf olduğu yukarıda belirtilmişti. Ayrıca iskonto esasına göre satılan mahalli idare tahvilleri de vergiden muaf tutulmaktadır. İskonto esasına göre satılan mahalli idare tahvillerinde vergi istisnasının kaynağı, bu

tahvillerin fiyatlandırma ilkesine dayandırılmaktadır. Buna göre iskonto esasına göre satılan mahalli idare tahvillerinde iskonto tahvil ihracı sırasında olmakta ve faiz geliri olarak kabul edilmektedir. Ancak vergiden muaf olan herhangi bir mahalli idare tahvili ikincil piyasada satıldığında durum değişmektedir. Bu durumda satış ve alış fiyatı arasındaki olumlu fark sermaye kazancı olarak kabul edilmekte ve vergilendirilmektedir. Bu ayrımın arkasındaki ekonomik gerekçe tahvil fiyatlandırma ilkeleri ile ilgilidir. Tahvil fiyatı vade sonunda nominal değerine eşit olmaktadır. Dolayısıyla bir tahvil vadeye kadar tutulmaz ve vadeden önce satılırsa oluşan fiyat farkı sermaye kazancı olarak kabul edilmektedir. Sermaye kazancı ise vergilendirilmektedir (Ang, Bhansali ve Xing, 2010).

Mahalli idare tahvillerini talep eden üç yatırımcı tipi bulunmaktadır: Bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar (yatırım fonları, yatırım ortaklıkları vb.) ve kurumlar (bankalar ile hayat dışı sigorta şirketleri). Mahalli idare tahvili yatırımcılarının ortak özellikleri, bu yatırımcıların yüksek vergi diliminde bulunmaları ve bu nedenle vergiye tabi olmayan mahalli idare tahvili kupon ödemelerini tercih etmeleridir (Temel, 2001:16).

Vergi avantajının varlığı, mahalli idare tahvillerinin getirisinin diğer tahvillerin getirileri ile karşılaştırılmasını zorlaştırmaktadır. Mahalli idare tahvillerinin getirisini diğer tahvillerin getirileri ile karşılaştırabilmek için mahalli idare tahvillerinin getirisinde düzeltme yapmak gerekli olmaktadır. Bu nedenle vergilendirilebilir eşdeğer getiri (VEG) kavramı geliştirilmiştir (Parameswaran, 2011:192). VEG, vergiden muaf tahvillerin getirisinin marjinal vergi oranına göre düzeltilmesi yoluyla hesaplanmaktadır (Miller, 1977:268):

$$VEG = \frac{r_{BT}}{1-t}$$

r_{BT} = Vergiden muaf belediye tahvili getirisi

t = Marjinal vergi oranı

Örneğin vergiden muaf olan bir mahalli idare tahvilinin getirisi %6, vergi oranı %25 ise VEG aşağıdaki biçimde hesaplanacaktır (Parameswaran, 2011:192):

$$VEG = \frac{0,06}{1-0,25} = \%8$$

VEG yorumlanırken bu oranın bir sınır oran haline dönüştüğü değerlendirilmelidir. Buna göre bir tahvil yatırımcısı %8 getiri sağlayan vergiye tabi tahvil ile %6 getiri sağlayan vergiden muaf bir mahalli idare tahvili arasında kayıtsız kalacaktır. Eğer, vergiye tabi olan tahvilin getiri oranı %8'i aşarsa vergiye tabi olan tahvil tercih edilecektir. Tersine, vergiye tabi olan tahvilin getiri oranı %8'in altında kalırsa mahalli idare tahvili tercih edilecektir (Parameswaran, 2011:192). Ancak bu değerlendirme her koşulda geçerli bir ilişkiyi yansıtmamaktadır. Birincisi, yatırımcılar artan oranlı gelir vergisi dilimleri nedeniyle bir belirsizlik yaşamaktadır. Bazı yatırımcılar yılın sonuna yaklaşıldığında tabi olacakları vergi oranını tahmin edebilirler. Ancak bu durum tüm yatırımcılar veya yılın her dönemi için geçerli değildir. Diğer bir ifadeyle yatırımcıların vergi dilimleri açısından bir belirsizlik söz konusudur. Bu belirsizlik ise bir risk primi ile temsil edilmekte ve VEG değişiklik

göstermektedir (Piros, 1987:447). İkincisi, kısa vadeli mahalli idare tahvilleri için geçerli olan yukarıdaki ilişki uzun vadede geçerliliğini yitirmektedir. Yapılan gözlemler vergiden muaf mahalli idare tahvillerinin vergiye göre düzeltilmiş uzun vadeli getirilerinin benzer vergiye tabi tahvillerden daha yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca sınır oranının tahvilin vadesine kadar sabit kalmayabileceği belirtilmektedir. Buna göre yatırımcıların vergiden muaf ve vergiye tabi tahviller arasında kayıtsız kaldıkları bir vergi oranı bulunmaktadır. Söz konusu vergi oranı tahvilin vadesine kadar sabit kalmamaktadır. Vadeye yaklaşıldıkça kayıtsızlık vergi oranının düşeceği ileri sürülmektedir (Chalmers, 1998:282). Üçüncüsü, tahvil piyasalarının yapısı VEG’i etkilemektedir. Buna göre belediye tahvilleri piyasası vade ve coğrafya açısından bölünmüş bir yapıya sahiptir. Ticari bankalar yoğun biçimde kısa vadeli mahalli idare tahvillerini talep etmektedir. Mahalli idare tahvillerinin vadeleri uzadıkça ticari bankaların etkinliği azalmaktadır. Böylece mahalli idare tahvilleri piyasası bölünmekte ve faiz oranları kısa ve uzun vadeli piyasalarda bir ölçüde bağımsız oluşmaktadır (Kidwell ve Koch, 1983:54). Ayrıca kısa vadeli mahalli idare tahvilleri piyasasının da kendi içinde bölündüğü belirlenmiştir. Buna göre farklı bölgelerdeki kısa vadeli tahvil piyasalarında farklı faiz oranları gözlemlenmektedir (Hendershott ve Kidwell, 1978). Dördüncü olarak yatırımcının bulunduğu vergi dilimi de kayıtsızlığa neden olacak sınır oranı etkilemektedir. Örneğin yukarıdaki sınır oran hesaplaması %25 vergi diliminde yer alan bir yatırımcı için geçerli olacaktır. Ancak yatırımcının vergi dilimi %35 ise geleneksel bir tahvilin %75’i kadar getiri sunmasına rağmen mahalli idare tahvilini tercih edebilecektir. Bu durumda yatırımcı, geleneksel tahvilin getiri oranı %8’in üzerine çıksa da mahalli idare tahvilini tercih edebilecektir (Litterman, 2003:548). Bu nedenle mahalli idare tahvili yatırımcılarının ortak özellikleri, bu yatırımcıların yüksek vergi diliminde bulunmaları ve bu nedenle vergiye tabi olmayan mahalli idare tahvili kupon ödemelerini tercih etmeleridir (Temel, 2001:16).

1.3.2. Mahalli İdare Tahvillerinin Kredi Riskinin Azaltılması için Kullanılan Yöntemler

Genel olarak tahvillerin çekiciliğini artırmak için kullanılan çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Ancak mahalli idare tahvillerine olan yatırımcı talebini artırmak için kullanılan yöntemler arasında tahvil sigortası ve banka teminatı uygulamaları ön plana çıkmaktadır.

1.3.2.1. Tahvil Sigortası

Tahvil sigortası, tahvil çıkaran kuruluşun tahvilin faiz ve anapara ödemelerini zamanında yapamaması halinde tahvil sahibine söz konusu ödemelerin sigorta şirketince yapılmasını öngören bir sözleşmedir. Buna göre sigortalı bir tahvil, tahvili çıkaran kuruluşun geliri dışında ticari sigorta şirketleri tarafından yazılan poliçeler ile güvence altına alınmaktadır. Tahvil sigorta sözleşmesi, tahvilin vadesi boyunca geçerliliğini korumakta ve sigorta şirketi tarafından tek taraflı olarak iptal edilememektedir (Fabozzi, 2000:182). 2008 yılı itibarıyla tüm mahalli idare tahvili ihraçlarının yarısı sigorta edilmiştir (Cirillo, 2008:1085).

Mahalli idare tahvil sigortasının sonuçlarından yararlanacak tek taraf tahvil sahibidir. Söz konusu tahvili sahibi, mahalli idare tahvilini birincil piyasadan veya ikincil piyasadan almış olabilir. Tahvil sigortası, tahvilin vadesine kadar geçerli olduğundan tahvil sahibinin mahalli idare tahvilini hangi piyasadan aldığı önemli değildir (Cirillo, 2008:1086).

Tahvil sigortası yapan kuruluşlar temel olarak ikiye ayrılmaktadır. Birinci grup, yalnızca menkul kıymet sigortası işi ile iştigal eden sigorta şirketlerinden oluşmaktadır. Mahalli idare tahvili sigortası yapan sigorta şirketlerinin çoğunluğu bu gruba dahildir. İkinci grup sigorta şirketleri, tahvil sigortasının yanı sıra mal ve can sigortaları gibi diğer sigorta branşlarında da hizmet vermektedir (Fabozzi, 2005:270).

Tahvil sigortası satın almanın tahvili çıkaran mahalli idareye en önemli yararı tahvilin maliyetinin azaltılmasıdır. Tahvil sigortası sayesinde mahalli idare tahvilini çıkaran mahalli idarenin, tahvilin vadesine kadar sürekli faiz tasarrufu sağlaması mümkün olmaktadır (Cirillo, 2008:1088). Özellikle kredi değerliliği düşük mahalli idareler için tahvil sigortasının faiz tasarrufu daha önemli olmaktadır (Cole ve Officer, 1981:447). Bir mahalli idare tahvili ihracında tahvil sigortasından yararlanma kararı, faiz tasarrufları ile sigorta priminin karşılaştırılması suretiyle verilmektedir. Buna göre tahvil sigortasının net faydası aşağıdaki biçimde hesaplanmaktadır (Denison, 2003:97):

$$TSNF = FTBD - SPBD$$

TSNF = tahvil sigortasının net faydası

FTBD = faiz tasarruflarının bugünkü değeri

SPBD = sigorta primlerinin bugünkü değeri

Bir mahalli idare tahvil ihracında eğer $TSNF \geq 0$ ise mahalli idare tahvilinin sigortalı ihraç edilmesi avantajlı olacaktır. Tersine $TSNF < 0$ ise mahalli idare tahvilinin sigortasız olarak ihraç edilmesi uygun olacaktır (Denison, 2003:98).

Tahvil sigortası satın almanın diğer bir yararı ise ihraççı mahalli idarenin, sigortacının ismi ve daha yüksek derecelendirme notundan yararlanma olanağı elde etmesidir. Mahalli idare tahvili sigortası, ödeme riskini ortadan kaldırdığından ihraç edilen mahalli idare tahvilinin daha yüksek bir derecelendirme notu elde etmesi mümkün olmaktadır. Örneğin Standard&Poor's belirli sigorta şirketleri tarafından güvence altına alınan mahalli idare tahvillerine otomatik olarak AAA derecesi vermektedir. Böylece mahalli idare sigorta şirketinin derece notundan yararlanmakta, kendisi ayrıca kredi derecesi arayışına girmemektedir (Bland, 1987:209). Öte yandan, mahalli idare tahvili sigortası sadece maliyetleri değil tahvilin pazarlanabilirliğini de artırmaktadır. Geçmiş dönemlerde fazla tahvil ihraç etmemiş mahalli idarelerin potansiyel tahvil yatırımcıları tarafından tanınması düşük bir olasılıktır. Ancak tahvil piyasasında sürekli olarak güvence sunan sigorta işletmeleri çoğu yatırımcı tarafından bilinmektedir. Böylece tahvil sigortası alan mahalli idare, sigorta şirketinin olumlu görünümü sayesinde piyasada daha kolay tahvil satma imkânına kavuşmaktadır (Cirillo, 2008:1088-1089). Uygulamada da tahvil sigortasından en fazla düşük kaliteli, küçük yerel yönetim birimlerin ihraç edilen ve çok az sıklıkla tahvil ihraç eden mahalli idarelerce çıkarılan mahalli idare tahvilleri yararlanmaktadır (Fabozzi, 2005:270). Özellikle tahvil piyasası ile ilgili olarak yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmayan bireysel yatırımcılar için derecelendirme notları büyük önem taşımaktadır. Bireysel yatırımcılar çoğu zaman yatırımlarına sadece derecelendirme notları ile yön vermektedir. Tahvil sigortasının olumlu katkısı sayesinde bireysel yatırımcıların mahalli idare tahvili piyasasında ticari bankaların yerini almakta olduğu gözlenmiştir (Bland, 1987:209).

Tahvil sigortasının belirtilen olumlu katkılarına rağmen mahalli idare tahvillerinin fiyatlarını yalnızca tahvil sigortasının belirlemediği gözden uzak tutulmamalıdır. Tahvil sigortası ile korunan mahalli idare tahvillerinin aynı kredi derecesine sahip ancak sigortalı olmayan mahalli idare tahvillerinden daha düşük fiyatlandığı gözlenmektedir. Fiyat farklılığının nedeni sigorta edilen tahvillerde ödememe riskinin daha yüksek olarak algılanmasıdır. Her ne kadar tahvil sigortası, anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasını güvence altına alsa da sigorta şirketinin yapacağı ödemelerin tahvilin orijinal ödemeleri ile zaman açısından uyuşması zor görünmektedir. Yerel yönetim anapara ve faiz ödemelerini yapamazsa sigorta şirketi birtakım işlemler nedeniyle yatırımcının alacaklarını orijinal ödeme planına göre daha geç ödeyecektir. Söz konusu gecikme ise yatırımcıyı yeniden yatırım riski ile karşı karşıya bırakacaktır. Yatırımcılar bu riskleri dikkate alarak sigortalı mahalli idare tahvillerini benzerlerine göre daha düşük fiyatlamaktadır (Hsueh ve Chandy, 1989:236-237). Mahalli idare tahvillerinin fiyatlarını etkileyen diğer faktörler ise aracı kurumun tanınmışlığı ve coğrafik konumudur. Büyük ve tanınmış aracı kurumların aracılık yaptıkları belediye tahvili ihraçlarında daha düşük maliyetle borçlanmanın mümkün olduğu belirlenmiştir (Daniels ve Vijayakumar, 2007). Ayrıca yerel aracı kurumların mahalli idare tahvili ihraçlarında daha fazla tercih edildikleri gözlenmiştir. Yerel aracı kurumların daha düşük maliyetle tahvil ihracına olanak sağladıkları ve özellikle riski yüksek, derecelendirilmemiş mahalli idare tahvillerinin ihraçlarında daha başarılı oldukları belirlenmiştir (Butler, 2008).

1.3.2.2. Banka Teminatı Uygulaması

1980'li yıllardan itibaren yerel yönetimlerin yükümlülükleri artan biçimde banka kredileri ile desteklenmektedir. Ticari bankaların sağladıkları bu destek, ihraççı mahalli idarenin yarattığı nakit akışlarının ötesinde bir destek özelliği taşımaktadır. Mahalli idare tahvili ihraçlarına sağlanan banka destekleri özellikle teminat mektubu kredisi biçiminde olmaktadır. Teminat mektubu kredisi, mahalli idarenin tahvil anapara ve faiz ödemelerini yapamaması durumunda bankanın bu ödemeleri hak sahiplerine yapacağı konusunda bir güvence sunmaktadır (Fabozzi, 2002:243). Teminat mektubunun sağladığı güvencenin tahvil sigortasına göre zayıf yönü genelde daha kısa bir süre için koruma sağlamasıdır. Teminat mektuplarında koruma süresi genellikle beş yılı geçmemektedir (Quigley ve Rubinfeld, 1991:30).

ABD'deki uygulamada mahalli idare tahvillerinin teminat mektubu ile desteklenmesi sürecinde üç taraf bulunmaktadır. Birincisi, teminat mektubunu veren yerel veya ulusal bankadır. İkinci taraf, mahalli idare tahvili ihracının başarıyla gerçekleştirilmesini temin etmek üzere teminat mektubu talep eden mahalli idaredir. Üçüncü taraf ise teminat mektubu konusu risk gerçekleştiğinde ödeme yapılacak olan hak sahibidir. Teminat mektubunun konusu olan risk gerçekleşir ve teminat mektubunu veren banka hak sahiplerine ödemedede bulunursa söz konusu ödemeyi daha sonra tahvili çıkaran mahalli idareden talep edebileceğine ilişkin bir madde teminat mektubu sözleşmesine eklenmektedir. Ancak hak sahibinin çıkarlarının korunması için bağımsızlık ilkesi (independence principal) geçerli olmaktadır. Bu ilkeye göre teminat mektubunun öngördüğü hak ve yükümlülükler ile tahvili çıkaran mahalli idare ile teminat mektubunu veren banka arasındaki ilişkinin öngördüğü hak ve yükümlülükler arasında ilişki bulunmamaktadır. Bu çerçevede teminat mektubunu veren banka ile mahalli idare tahvilini çıkaran mahalli idare arasındaki

anlaşmazlıklar hak sahiplerinin haklarını etkilememektedir (Zerega, 2008: 1016-1018).

Mahalli idare tahvillerinin desteklenmesi konusunda ABD’de teminat mektuplarının üç türü bulunmaktadır. Doğrudan ödemeli teminat mektupları (direct-pay letter of credit) hak sahipleri açısından en avantajlı olan teminat mektubu türüdür. Doğrudan ödemeli teminat mektupları herhangi bir ödememe olayı karşısında hak sahiplerine anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasını sağlamaktadır. Hak sahiplerinin öncelikle tahvili çıkaran mahalli idareye başvuru zorunluluğu bulunmamaktadır. Yüklenimli teminat mektupları (standby letter of credit) hak sahiplerinin yalnızca vadesi gelen anapara ve faiz yükümlülüklerinin ödenmemesi halinde devreye girmektedir. Dolayısıyla hak sahiplerinin öncelikle mahalli idare tahvili çıkarıcısına başvurması gerekmektedir. Tahvili çıkaran mahalli idarenin ödemeyi yapamaması halinde hak sahibi teminat mektubu veren bankaya başvurabilmektedir. Mahalli idare tahvilleri ile ilgili olan son teminat mektubu türü, teyitli teminat mektubudur (confirming letter of credit). Bir teyitli teminat mektubu, ikinci dereceden teminat mektubudur. Teyitli teminat mektubu ancak birincil teminat mektubu kredisi hak edenlere ödeme yapamazsa devreye girmektedir. Uygulamada teyitli mektuplar ulusal bankalar tarafından verilmekte ve yerel bankaların verdikleri teminat mektuplarını teyit etmek amacıyla kullanılmaktadır (Zerega, 2008:1019).

2. Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracına Yönelik Düzenlemeler

Türkiye’de yerel yönetimler 1986 yılına kadar genellikle iç kaynaklardan borçlanmışlardır. Yerel yönetimler iç borçlanmalarını 1986 yılına kadar kamu kaynaklarından İller Bankası aracılığıyla sağlamışlardır. 1986 yılından itibaren ise yerel yönetimler yoğun bir şekilde dış borçlanmaya gitmişlerdir. Dış borçlanma ise çeşitli nedenlerle Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karara ilişkin 92-32/7 sayılı Tebliğ, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun ve Kamu Finansman ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile sınırlandırılması yoluna gidilmiştir. Dolayısıyla Türkiye’de yerel yönetimlerin borçlanmaları tarihsel süreç içerisinde değerlendirildiğinde kurala dayalı yaklaşım ve merkezi yönetimin doğrudan kontrolü benimsenmiştir (Bali, 2006:166-167).

Belediyelerin yurt içine tahvil ihracına ilişkin mevzuat oldukça dağınıktır. Bu konuda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda, 5393 sayılı Belediye Kanunu’nda ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’da mahalli idarelerin tahvil ihracına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3. maddesinde bu konuda yer alan düzenlemeye göre; şirketlerin dışında, hazine, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri ile mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler de tahvil çıkarabilmektedirler. Bunun dışında belediyelerin tahvil ihracına ilişkin 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’un 4. maddesinde doğrudan mahalli idarelerin tahvil ihracına ilişkin bir düzenleme bulunmaktadır. İlgili Kanunun 4. maddesinde; genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler ile bağlı kuruluşları ve iktisadi teşebbüslerinin yurt içi piyasalarda yapacakları tahvil ihraçları Hazine Müsteşarlığının iznine tabidir. Bu iznin

verilmesinin ise hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmeyeceği belirtilmektedir. Bu madde hükmünde de açıkça belirtildiği üzere, belediyelerin yurt içi tahvil izni Hazine Müsteşarlığının iznine tabidir. Ancak Hazine Müsteşarlığından alınacak izin bu tahvillere hazine garantisi sağlamayacaktır. Ayrıca Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler ile Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurt içi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelikte başvurunun yapılacağı tarih itibarıyla Hazine Müsteşarlığına vadesi gelmiş yükümlülüklerinden dolayı ödenmemiş borcu bulunan ihraççının başvuruda bulunamayacağı belirtilmiştir.

5393 sayılı Belediye Kanunu'nda belediyelerin tahvil ihracına ilişkin düzenlemeler 68. maddesinde borçlanmaya ilişkin düzenlemeler içerisinde yapılmıştır. Bu maddeye göre “Belediye, görev ve hizmetlerinin gerektirdiği giderleri karşılamak amacıyla aşağıda belirtilen usul ve esaslara göre borçlanma yapabilir ve tahvil ihraç edebilir:

a) Dış borçlanma, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde sadece belediyenin yatırım programında yer alan projelerinin finansmanı amacıyla yapılabilir.

b) İller Bankasından yatırım kredisi ve nakit kredi kullanan belediye, ödeme plânını bu bankaya sunmak zorundadır. İller Bankası hazırlanan geri ödeme plânını yeterli görmediği belediyenin kredi isteklerini reddeder.

c) Tahvil ihracı, yatırım programında yer alan projelerin finansmanı için ilgili mevzuat hükümleri uyarınca yapılır.

d) Belediye ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip oldukları şirketlerin, faiz dâhil iç ve dış borç stok tutarı, en son kesinleşmiş bütçe gelirleri toplamının 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'na göre belirlenecek yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarını aşamaz. Bu miktar büyükşehir belediyeleri için bir buçuk kat olarak uygulanır.

e) Belediye ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip oldukları şirketler en son kesinleşmiş bütçe gelirlerinin, 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'na göre belirlenecek yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarının yıl içinde toplam yüzde onunu geçmeyen iç borçlanmayı belediye meclisinin kararı; yüzde onunu geçen iç borçlanma için ise meclis üye tam sayısının salt çoğunluğunun kararı ve İçişleri Bakanlığının onayı ile yapabilir.

f) Belediyelerin ileri teknoloji ve büyük tutarda maddi kaynak gerektiren alt yapı yatırımlarında Devlet Plânlama Teşkilatı Müsteşarlığının teklifi üzerine Bakanlar Kurulunca kabul edilen projeleri için yapılacak borçlanmalar (d) bendindeki miktarın hesaplanmasında dikkate alınmaz. Dış kaynak gerektiren projelerde Hazine Müsteşarlığının görüşü alınır.”

Bu maddede borçlanma ve tahvil ihraç etme birbirinden ayrı olarak değerlendirilmiştir. Bunun nedeni kanun koyucunun tahvile ilişkin düzenlemeleri ve borçlanmaya ilişkin şartları ayrı ayrı tespit etmesinden kaynaklandığını düşünmekteyiz. Zaten alt bentlerde borçlanma ile tahvil ihraçlarının ayrı ayrı düzenlenmesi de bunun bir göstergesi olarak düşünülebilir. Bu maddede, belediyelerin yurt içine tahvil ihracına ilişkin olarak getirilen koşulları, doğrudan tahvil ihracına ilişkin düzenlemeler ile borçlanmaya yönelik getirilen düzenlemeler çerçevesinde tahvil ihracını etkileyen hükümler olarak ikiye ayırabiliriz. Doğrudan tahvil ihracına ilişkin düzenleme sadece ilgili maddenin c fıkrasında düzenlenmiştir.

İlgili maddenin c fıkrasına göre tahvil ihracının yatırım programında yer alan projelerin finansmanı için ilgili mevzuat hükümleri uyarınca yapılacağı belirtilmiştir. Yani belediyelerin tahvil ihracı ancak yatırım projelerinin finansmanı için yapılabilecektir. Bunun dışında kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla yurt içine tahvil ihracı mümkün değildir. Bunların dışında ilgili maddenin d, e ve f fıkralarında borçlanmaya ilişkin genel düzenlemeler içermekle birlikte tahvil ihracı nedeniyle borçlanacak belediyeleri de ilgilendirmektedir.

Belediyelerin yurt içi tahvil ihracına ilişkin mevzuattaki düzenlemeleri incelediğimizde tahvil ihracının kurala bağlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla belediyeler sadece mevzuattaki düzenlemeler çerçevesinde tahvil ihraç edebileceklerdir. Diğer taraftan kurala bağlı olan tahvil ihracı için aynı zamanda Hazine Müsteşarlığının da izni gerekecektir. Yalnız söz konusu iznin hazine garantisi anlamına gelmeyeceği belirtilmiştir.

2.1. Belediyelerin Tahvil İhraçlarının Başarılı Bir Finansman Aracı Olması İçin Yapılması Gerekenler

Belediyelerin yurt içi piyasalara tahvil ihraç etmek suretiyle borçlanma yoluna gitmeleri için gerekli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Fakat belediyelerin gelirlerinin kendilerinden beklenen hizmetleri sağlamadaki yetersizliği dikkate alındığında finansal açıdan çok olumlu bir tablo ile karşı karşıya olmadığımız bir gerçektir. Bu nedenle belediyelerin gerek borçların geri ödenmesinde taşıdıkları itibar sorunu gerekse sermaye piyasalarından kaynaklanan yetersizlikler düşünüldüğünde tahvil ihraçlarının yaygınlaşması ve başarılı olması çok da kolay görünmemektedir. Daha önce yurt içi sermaye piyasasına Ankara ve İstanbul Büyükşehirleri tarafından ihraç edilen tahvillere yeterince ilginin olmaması aynı dönemde devlet tahvillerine yoğun talep olması, belediye tahvillerin başarılı bir finansman aracı olması yönündeki beklentilerin de olumsuz olmasına neden olmaktadır. Belediye tahvil ihraçlarının başarılı olmamasında ileri sürülebilecek nedenlerden biri de bu tahvillerin hazine garantisi olmaması nedeniyle tahvil geri ödemelerine ilişkin duyulan güven eksikliğidir (Yıldırım ve Ayrıçay, 2007:33). Türkiye’de belediye tahvilleri ile ilgili olarak 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlemesi Hakkındaki Kanun ve 15/03/2012 tarihli ve 28234 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler İle Bunların Bağlı Kuruluşları ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurt İçi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelikte belediye tahvilleri için hazine garantisi öngörülmediği açıkça belirtilmiştir. Dolayısıyla belediyelerin tahvil ihracına ilişkin olarak ABD örneğinden hareketle yapılması gerekenleri iki genel başlık altında toplayabiliriz. ABD’de mahalli idare tahvillerinin talep edilmesini sağlayan faktörlerden birincisi, tahvillerden faiz gelirleri elde edecek kişilere yönelik vergi muafiyeti tanınmasıdır. İkincisi ise belediye tahvillerinin geri ödenmeme riskine karşılık bu riski azaltacak düzenlemelerin yapılmasıdır.

2.1.1. Yapılması Gereken Vergisel Düzenlemeler

Türkiye’de belediyelerin ihraç edecekleri tahvillerden elde edilecek faiz gelirlerinin vergilendirilmesine yönelik olarak özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak belediyeler tarafından çıkarılan tahviller de devlet tahvilleri sayılmaktadır (Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2011:196). Dolayısıyla devlet tahvillerinin vergilendirilmesine ilişkin düzenlemeler belediye tahvilleri için de geçerli olacaktır. Devlet tahvillerinin itfa tarihine kadar elde tutulmasından dolayı

faiz geliri, devlet tahvillerinin vade tarihinden önce elden çıkartılmasından ise alım satım kazancı elde edilebilmektedir.

Devlet tahvillerinden elde edilen gelirlerin vergileme rejimi menkul kıymetlerin ihraç tarihine göre de farklılık göstermektedir. 01/01/2006 tarihinden önce ihraç edilenlerden elde edilen gelirler 31/12/2005 tarihi itibarıyla geçerli olan hükümlere göre 01/01/2006 tarihinden itibaren ihraç edilenlerden elde edilen faiz gelirlerinin 5281 sayılı Kanun ile 01/01/2006-31/12/2015 tarihleri arasında Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) geçici 67. maddesi kapsamında vergilendirileceği kabul edilmiştir. GVK geçici 67. maddeye göre tam mükellef gerçek kişiler için 01/01/2006'den sonra ihraç edilmiş olan devlet tahvillerinden elde edilecek faiz geliri için 30/09/2010 tarih ve 27715 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 27/09/2010 tarih ve 2010/926 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 01/10/2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere tevkifat oranı %10 olarak belirlenmiştir. Dar mükellef gerçek kişiler için ise banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla elde edilen faiz gelirleri üzerinden 01/10/2010 tarihinden itibaren tevkifat oranı %10 olarak belirlenmiştir. Tam ve dar mükellef kurumlar için de GVK geçici 67. maddeye göre tevkifat yapılacaktır. Tam mükellef sermaye şirketi ve yatırım fonları için %0, diğer kurumlar için ise %10 oranında tevkifat yapılacaktır. Dar mükellefler açısından ise dar mükellef sermaye şirketleri, yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları için %0, dar mükellef diğer kurumlar için ise tevkifat oranı %10 olarak belirlenmiştir.

Devlet tahvillerinin vade tarihinden önce elden çıkartılmasından ise alım-satım kazancı elde edilmesi durumunda tam mükellef gerçek kişilerin elde ettiği kazançlar işleme aracılık eden bankalar ve aracı kurumlar tarafından GVK'nın geçici 67. maddesi uyarınca tevkifata tabi tutulacaktır. Tevkifat oranı 23/07/2006 tarihinden itibaren %10 olarak belirlenmiştir. Bu kazançlar için beyanname verilmesi ihtiyari olup, beyan edilen kazançlar üzerinden %10 oranında vergi hesaplanacak, tevkif suretiyle ödenen vergiler beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilecektir. Dar mükellef gerçek kişilerin elde ettiği kazançlar işleme aracılık eden bankalar ve aracı kurumlar tarafından GVK'nın geçici 67. maddesi uyarınca tevkifata tabi tutulacaktır. Tevkifat oranı 01/10/2010 tarihten itibaren %10 olarak belirlenmiştir. Tam ve dar mükellef kurumlar için GVK geçici 67. maddeye göre tevkifat oranı, tam mükellef sermaye şirketi ve yatırım fonları için %0, tam mükellef diğer kurumlar için %10, dar mükellef sermaye şirketleri, yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları için %0, diğer dar mükellef kurumlar için ise %10'dur.

Devlet tahvillerinden elde edilen faiz gelirleri ve tahvillerin elden çıkarılmasından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi GVK geçici 67. madde çerçevesinde tevkifat yapılacaktır. Dolayısıyla belediye tahvillerinin ihraç edilmesi durumunda da elde edilecek faiz gelirleri ve bu tahvillerin elden çıkarılmasından elde edilecek gelirlerden de GVK'nın geçici 67. maddesine göre tevkifat yapılması gerekecektir. Belediyeler tarafından çıkarılacak tahvillerin hazine garantisinde olmadığını belirtmiştik. Dolayısıyla belediyeler tarafında ihraç edilecek tahvillerin cazip hale getirilmesi gerekecektir. ABD'de mahalli idare tahvillerini cazip kılan en önemli özelliklerden biri bu tahvillerden faiz geliri elde edenlere yönelik vergi muafiyetidir. Dolayısıyla Türkiye'de devlet tahvillerine göre ödenmeme riski taşıyan belediye tahvillerinin cazip hale getirilmesi için bu tahvillerden elde edilecek faiz gelirleri için tamamen muafiyet tanınabilir veya belediye tahvillerinden elde edilecek faiz gelirleri ve belediye tahvillerinin vade tarihinden önce elden çıkartılmasından

alım-satım kazancı elde edilmesi durumunda GVK geçici 67. maddede %10 olarak belirlenen tevkifat oranları, belediye tahvilleri için %10’dan daha düşük bir oran tespit edilebilir. Özellikle belediye tahvillerinin vade tarihinden önce elden çıkarılması durumunda elde edilecek alım-satım kazancı için vergi oranının düşürülmesi durumunda ikincil tahvil piyasasında belediye tahvillerine olan talep artırılabilir.

2.1.2. Kredi Riskini Azaltmak İçin Yapılması Gereken Düzenlemeler

Türkiye’de belediyeler tarafından çıkarılan tahvillerin devlet tahvili sayılması belediye tahvillerinin ödememe riski içermeyen tahviller olarak kabul edilmesini sağlamamaktadır. Belediye tahvilleri açısından ödememe riski, belediye tahvilini çıkaran belediyenin tahvile ilişkin yükümlülüklerini yerine getirememesi olarak tanımlanmaktadır. ABD belediye tahvili piyasasında ödememe riski Moody’s Investors Service, Standard&Poor’s Corporation ve Fitch Ratings gibi derecelendirme şirketleri tarafından verilen kredi dereceleri ile ölçülmektedir (Fabozzi, 2008:647). Benzer bir derecelendirme uygulamasının Türkiye’de de uygulanmasının önünde yasal bir engel bulunmamaktadır. 12/07/2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de SPK tarafından yayınlanan Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğine göre derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Bu iki derecelendirme faaliyetinden kredi derecelendirmesi belediye tahvillerini ilgilendirmektedir. Öte yandan, SPK bu tebliğinde, kredi derecelendirmesini a)İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya b)Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti şeklinde tanımlamıştır. Görüldüğü gibi, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçları genel olarak değerlendirilmiş ve türler açısından bir ayırım yapılmamıştır. Böylece belediye tahvillerinin derecelendirilmesinin önünde bir engel bulunmadığı anlaşılmaktadır.

ABD’de mahalli idare tahvillerinin kalitesinin yükseltilmesi için yoğun biçimde kullanılan tahvil sigortasına ilişkin olarak Türkiye’de ayrıntılı bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu konudaki düzenleme iki ayaklı olarak yürütülebilir. Birincisi, mevcut sigorta şirketlerinin tahvil sigortası alanında faaliyet göstermesi teşvik edilebilir. İkincisi, münhasıran tahvil sigortası ile iştigal eden sigorta şirketlerinin kurulması için de gerekli önlemler alınabilir.

Belediye tahvillerinin ödememe riskinin azaltılması için ABD’de yaygın olarak kullanılan bir diğer yöntem banka teminat mektuplarıdır. Türkiye’de banka teminat mektuplarına ilişkin olarak yasal bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak teminat mektubu sözleşmesinin belli bir olayın gerçekleşmesine bağlı olarak daha sonraki bir tarihte yürürlüğe gireceği kararlaştırılabilmektedir. Böylece teminat mektubunun belediye tahvilini çıkaran belediye tarafından ödenmemesi gibi bir şarta bağlanması mümkün görünmemektedir. Benzer biçimde her teminat mektubunun kesinlikle belirli bir riski garanti etmesi gerektiği belirtilmektedir. Banka teminat mektubu sözleşmesi ile lehtarın teminat mektubu metninde belirtilen ve muhatap için ekonomik yönden yararlı bir olayın gerçekleşmemesi veya zararlı bir olayın gerçekleşmesi sebebi ile ortaya çıkabilecek riskler güvence altına alınmaktadır (Güler, 2011:7-33). Bu çerçevede belediye tahvil ihraçlarında teminat mektubu

kullanımını kısıtlayan bir durum söz konusu değildir. Diğer yandan teminat mektuplarının sadece ticaret bankaları tarafından verilmesini zorlayan bir düzenleme de yoktur (Güler, 2011:14). Dolayısıyla ticaret bankalarının belediye tahvillerine güvence sunmakta isteksiz kalmaları halinde yeniden yapılandırılan İller Bankasının (İlbank) bu konuda faaliyet göstermesi önemli bir alternatif olarak düşünülebilir.

Sonuç

Türkiye’de mahalli idareler arasında belediyeler yerel hizmetlerin çok önemli kısmını gerçekleştirmektedirler. Buna rağmen sunmuş oldukları hizmetleri yerine getirecek oranda gelir imkânlarına sahip değildirler. Belediyelerin gelir kaynakları arasında yer alan borçlanma, belediyelerin hizmet yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde önemli bir finansman aracı haline gelmiştir. Belediyelerin borçlanma yöntemlerinden biri de tahvil ihracıdır. Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracına ilişkin gerekli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Buna rağmen tahvil, belediyeler tarafından çok kullanılan bir borçlanma aracı değildir. Bunun en büyük nedenlerinden biri belediye tahvillerine hazine garantisi verilmemiş olmasıdır. Oysa belediyeler tahvil ihracı ile büyük finansman gerektiren uzun vadeli yatırımlarına kaynak sağlayabilirler. Belediyelerin tahvil ihracı yoluyla borçlanma yolundan faydalanabilmesi için hazine garantisi verilmeyen bu tahvillere olan talebin artırılması gereklidir. Bu çerçevede belediyelerin ihraç edecekleri tahvillere yönelik talebin artırılabilmesi için bazı düzenlemeler yapılması gereklidir. Yapılacak bu düzenlemeler için ise ABD’deki mahalli idareler tarafından uzun süredir başarılı bir finansman aracı olarak kullanılan mahalli idare tahvillere ilişkin düzenlemeler örnek alınabilir. ABD’de belediye tahvillerini başarılı bir finansman aracı yapan en önemli düzenlemeler tahvillerden faiz elde edenlere yönelik vergi muafiyeti ve tahvillerin ödenmeme riskini azaltmaya yönelik tahvil sigortası ve banka teminatı uygulamalarıdır. Dolayısıyla Türkiye’de de belediye tahvillerine yönelik vergisel düzenlemeler ve tahvillerin ödenmeme riskini azaltacak önlemlerin alınması yerinde olacaktır. Yapılacak vergisel düzenlemelerde, devlet tahvillerinden elde edilen faiz gelirleri ile tahvillerin alım satımından elde edilecek gelirlere yönelik uygulanan tevkifat oranlarından daha düşük oran belirlenmesi belediye tahvillerini daha cazip hale getirecektir. Diğer yandan belediye tahvillerinin ödenmeme riskine karşılık tahvil sigortası ve banka teminatı uygulanabilir. Bu noktada, tahvil sigortası faaliyetlerini yürütecek sigorta şirketlerine yönelik düzenleme ve teşviklere ihtiyaç duyulmaktadır. Tahvillere yönelik banka teminatı ticaret bankalarınca sağlanabileceği gibi İller Bankası tarafından da sağlanabilir. Yapılacak bu düzenlemeler ve teşviklerin iki önemli faydasının olması beklenmektedir. Birincisi, belediye tahvillerinin ödememe riski düşürülecek ve böylece bu tahvillere olan talebin artması sağlanacaktır. İkincisi, belediye tahvillerinin ödememe riskinin azaltılması bu tahvillerin daha düşük faiz oranı ile ihraç edilmesini sağlayacaktır. Böylece belediyelerin uygun maliyetle uzun vadeli finansman kaynağına ulaşmaları mümkün olacaktır.

Kaynakça

Ang, A., Bhansali, V. ve Xing, Y. (2010), Taxes on Tax-Exempt Bonds, *Journal of Finance*, 65(2):565-601.

- Bali, B.B. (2006), “Mali Desentralizasyon Sürecinde Yerel Yönetimlerin Borçlanması: Bir Teorik Çerçeve Denemesi”, Ayşe Güner ve Serdar Yılmaz (Ed.), Mali Yerelleşme, Teori ve Uygulamalar Üzerine Yazılar, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yerel Yönetimler Araştırma ve Eğitim Merkezi ve Güncel Yayıncılık Yayınları.
- Billand, J.C., Municipal Finance: Increasing Local Government Resources to Fund Multi-Sectoral Facilities, Erişim Adresi: http://www.tcgillc.com/tcgidocs/paper_billand.pdf (10/04/2012).
- Bland, R.L. ve Chen, L-K. (1990), Taxable Municipal Bonds: State and Local Governments Confront the Tax-Exempt Limitation Movement, *Public Administration Review*, 50(1): 42-48.
- Bland, R.L. (1987), The Interest Cost Savings from Municipal Bond Insurance: The Implications for Privatization, *Journal of Policy Analysis and Management*, 6(2), 207-219.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A.J. (1999), *Investments* (International Edition), Irwin/McGraw Hill, Singapore.
- Butler, A.W. (2008), Distance Still Matters: Evidence from Municipal Bond Underwriting, *Review of Financial Studies*, 21(2), 763-784.
- Chalmers, J.M.R. (1998), Default Risk Cannot Explain the Muni Puzzle: Evidence from Municipal Bonds That are Secured by US Treasury Obligations, *Review of Financial Studies*, 11(2), 281-308.
- Chorafas, D.N. (2005), *The Management of Bond Investments and Trading of Debt* (1st Edition), Elsevier Butterworth-Heinemann, UK.
- Choudhry, M., Joannas, D., Landuyt, G., Pereira, R. ve Pienaar, R. (2010), *Capital Market Instruments Analysis and Valuation* (3rd Edition), Palgrave Macmillan, UK.
- Choudhry, M. (2001), *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*, Butterworth-Heinemann, UK.
- Cirillo, D.K. (2008), How to Analyze the Municipal Bond Insurers and the Bonds They Insure (Kitapta Bölüm, *The Handbook of Municipal Bonds*, Editörler: Feldstein, S.G. ve F.J. Fabozzi), John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Cole, C.W. ve Officer, D.T. (1981), The Interest Cost Effect of Private Municipal Bond Insurance, *Journal of Risk and Insurance*, 48(3), 435-449.
- Çetinkaya, Ö. ve Demirbaş, T. (2004), Türkiye’de Belediyelere İlişkin Borçlanma Mevzuatı, Borçlanma Yapısı ve Belediye Borçlanma Yapısının İncelenmesi, Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi, 4(8).
- Daniels, K.N. ve Vijayakumar, J. (2007), Does Underwriter Reputation Matter in the Municipal Bond Market? *Journal of Economics and Business*, 59:500-519.
- Denison, D.V. (2003), An Empirical Examination of the Determinants of Insured Municipal Bond Issues, *Public Budgeting&Finance*, 23(1), 96-114.
- Fabozzi, F.J. (2000), *Bond Markets, Analysis and Strategies* (Fourth Edition), Prentice Hall, USA.
- Fabozzi, F.J. (2002), *The Handbook of Financial Instruments*, John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Fabozzi, F.J. (2008), Municipal Credit Default Swaps (Kitapta Bölüm, *The Handbook of Municipal Bonds*, Editörler: Feldstein, S.G. ve F.J. Fabozzi), John Wiley&Sons, Inc., USA.

- Fabozzi, F.J. ve Mann, S.V. (2005), *The Handbook of Fixed Income Securities* (7th Edition), McGraw Hill, Inc., USA.
- Hendershott, P.H. ve Kidwell, D.S. (1978), The Impact of Relative Security Supplies: A Test with Data from a Regional Tax-Exempt BondMarket, *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(3), 337-347.
- Hsueh, L.P. ve Chandy, P.R. (1989), An Examination of the Yield Spread Between Insured and Uninsured Debt, *Journal of Financial Research*, 12(3), 235-244.
- Güzdüz, İ.O. (2008), Yerel Yönetimlerin Bir Borçlanma Yöntemi Olarak Tahvil İhracı, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2008.
- Güler, M.A. (2011), Teminat Mektuplarının Paraya Çevrilmesi, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Güner, A. (2004), "Belediyelerin Öz Gelirleri, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı:274, Haziran.
- Litterman, B. (2003), *Modern Investment Management An Equilibrium Approach*, John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Mauro, M.J. ve Fischer, P. (2008), The Tax Treatment of Municipal Bonds (Kitapta Bölüm, *The Handbook of Municipal Bonds*, Editörler: Feldstein, S.G. ve F.J. Fabozzi), John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Miller, M.H. (1977), Debt and Taxes, *Journal of Finance*, 32(2):261-275.
- Kidwell, D.S. ve Koch, T.W. (1983), Market Segmentation and the Term Structure of Municipal Yields, *Journal of Money, Credit and Banking*, 15(1), 40-55.
- Parameswaran, S. (2011), *Fundamentals of Financial Instruments An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*, John Wiley&Sons (Asia), Singapore.
- Piros, C.D. (1987), Taxable vs. Tax-Exempt Bonds: A Note on the Effect of Uncertain Taxable Income, *Journal of Finance*, 42(2), 447-451.
- Quigley, J.M. ve Rubinfeld, D.L. (1991), Private Guarantees for Municipal Bonds: Evidence from the Aftermarket, *National Tax Journal*, 44(4), 29-39.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (2011), 21. Basım, İMKB Yayını.
- Temel, J.W. (2001), *The Fundamentals of Municipal Bonds* (5th Edition), John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Yıldırım, U. ve Ayırcay, Y. (2007), Belediyelerin Finansman Sorununun Çözümünde Sermaye Piyasalarının Rolü, *Çağdaş Yerel Yönetimler Dergisi*, 16(2).
- Zerega, T.P. (2008), The Use of Letters-of-Credit in Connection with Municipal Securities (Kitapta Bölüm, *The Handbook of Municipal Bonds*, Editörler: Feldstein, S.G. ve F.J. Fabozzi), John Wiley&Sons, Inc., USA.