

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM DERS NOTU

MENKUL KIYMET YATIRIM ANALİZİ

Ortaklık Hakkı Veren Menkul Kıymetlere Yatırım

Alacaklılık Hakkı Veren Menkul Kıymetlere Yatırım

Türev Araçlara Yatırım

2. ALACAKLILIK HAKKI VEREN MENKUL KIYMETLERE YATIRIM

Borçlanma araçları olarak da adlandırılmaktadırlar.

- Devlet Tahvili ve Özel Kesim Tahvili
- Hazine Bonosu ve Finansman Bonosu
- Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonoları
- Kâr Zarar Ortaklığı Belgeleri
- Gelir Ortaklığı Senetleri
- Gelire Endeksli Senetler
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
- Gayrimenkul Sertifikaları

a) Tahviller

Tahvil, devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir.

İşletme ortakları, sermaye gereksinimleri olduğunda yeni ortak almaktansa, borçlanarak fon ihtiyaçlarını karşılayabilirler. Şirketler borç para aldıklarında, karşı tarafa düzenli faiz ödemesi yapmayı ve anaparayı ödemeyi taahhüt ederler. Bununla beraber, şirket yöneticileri, faiz ve anapara ödemesi konusunda sınırlı sorumludur. Diğer bir ifadeyle işletme, borçlarını ödeyememe durumuna düşerse ortakların borçları ödemeyip şirket varlıklarını alacaklılara devretme hakları vardır. Bu durum, uygulamada, genellikle borçların tutarının şirketin varlıkları tutarını aşması hâlinde söz konusudur.

Tahviller, yatırımcılar açısından, hisse senetlerine göre daha az risk içerdiklerinden, riski sevmeyen yatırımcılar açısından çekici olmaktadır. İşletmeler açısından ise, genellikle tahvil maliyetinin hisse senedi maliyetine göre düşük olması ve faiz olarak yapılan ödemelerin vergi matrahından düşülebilmesi, ortalama fon maliyetinin düşmesine neden olmaktadır.

Özellikle enflasyon dönemlerinde, tahvil ihracıyla fon gereksinimlerini karşılayan işletmeler, paranın satın alma gücündeki azalma nedeniyle kârlı çıkabilirler. Diğer yandan işletme, tahvil faiz ve anapasını ödeyemediği zaman, iflasla karşı karşıya kalır. İşletmenin tasfiyesi durumunda ise tahvil sahiplerinin alacaklarını öncelikle tahsil etme hakları vardır.

Tahvil ihracı ile borçlanmalarda, bazen, başlangıçta ödemesiz bir dönem olabilir. Ancak, genellikle düzenli bir ödeme söz konusudur. Halka açık şirketlerin tahvillerinde geri ödeme, **itfa fonu** aracılığıyla yapılır.

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM DERS NOTU

Tahvil ile ilgili kavramlar

Nominal değer: tahvil ve bononun vadesinde yatırımcının eline geçecek olan para miktarıdır.

Kupon oranı: Nominal değer üzerinden yüzde olarak belirtilen, tahvil sahibinin alacağı faiz miktarıdır.

Vade: Anaparanın ve son faiz ödemesinin yapılacağı tarihtir ve tahvilin vadesi 1 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Tahvillerin anaparası, vade bitiminde bir defada veya vade içinde taksitler hâlinde ödenebilir.

İtfa: borcun borçlu tarafından bir defada veya belirli dönemlerde yapılan ödemelerle ortadan kaldırılmasıdır.

TAHVİL TÜRLERİ

1. İhraç Edilme Biçimlerine Göre Tahviller

1.1. Nama Yazılı Tahviller

Nama yazılı tahvillerin üzerinde gerçek kişilerin adı soyadı ile tüzel kişilerin ticaret unvanlarını taşıyan ifadeler vardır. Nama yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bilgisine ihtiyaç vardır. Nama yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bilgisine ihtiyaç vardır. Bu bildiri senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kâğıt üzerine de yazılabilir.

1.2. Hamiline Yazılı Tahviller

Hamiline yazılı tahviller alacaklısı belli olmayan senetlerdir. Bu tür tahviller için önemli olan unsur tahvili kimin taşıdığıdır. Şirketlerin bünyesinde biriken vergilendirilmemiş paraların ortaklara intikalinde kolay bir araç olarak öncelikle hamiline yazılı tahviller düzenlenmektedir. Özellikle servet beyannamelerinin vergi mükelleflerince verilmesinin mecburi olduğu ülkelerde, servet hamiline yazılı tahviller ile saklandığı gerçeği mevcuttur.

2. Sağladıkları Güvenceye Göre Tahviller

2.1. Teminatlı Tahviller

Anonim şirketler, özel teminata sahip tahviller çıkarabilmektedirler. Teminatlı tahvillerde, işletmenin sahip olduğu duran varlıkların bir kısmı ya da tümünü ödeme yükümlülükleri karşılığında teminat olarak göstermektedirler. Eğer işletme faiz ve anapara borcunu ödemez ya da ödeyemez bir duruma düşerse, tahvil sahipleri güvence olarak gösterilen rehin veya ipotekli malı satarak alacaklarını tahsil ederler. Eğer bunlar borcun ödenmesine yetmez ise şirketin öbür mallarından veya ileride elde edeceği gelirden alacaklarının alacakları ödenir. Bu tür tahviller işletme sahiplerinin tahvillerini satmasında kolaylık sağlar. Çünkü yatırımcılar için yüksek güvence sağlayan tahvillerdir.

2.2. Teminatsız Tahviller

Anapara ve faiz ödemeleri için herhangi bir teminat göstermeksizin çıkartılan tahvillerdir. Bu tahviller tamamen işletmelerin piyasadaki itibarına dayanarak çıkartılır. Her ne kadar bu tür tahvillerde

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM

DERS NOTU

teminat gösterilmemişse de aslında şirketin tüm gayrimenkul ve menkul malları bu tür tahviller için genel bir güvence niteliği taşımaktadır.

3. Sağladıkları Haklara Göre Tahviller

3.1.Primli Tahviller

Nominal değerden daha yukarı bir fiyattan satılması o tahvilin primli olduğunu belirtir. Bu durumda tahvilin taşıdığı kupon faiz oranı, piyasa faiz oranından daha yüksektir. Nominal değerden daha düşük tahviller ise iskontolu tahvillerdir. Bu durumda tahvilin taşıdığı kupon faiz oranı, piyasa faiz oranından daha düşüktür. TTK'ya göre, hisse senetlerinin nominal fiyatlarına göre daha düşük bir fiyat ile ihraç edilmesi hukukun yasaktır fakat tahviller için aynı uygulama söz konusu değildir. Tahvil fiyatları ile ilgili düzenlenen tek yasa, tahvillerin nominal değerlerinin yüzde beşi kadar düşük bir fiyatla ihracının mümkün olmasıdır. Tahvil satışlarının başladığı günlerde şirketler erken alım yapan yatırımcılara indirim uygulayabilirler.

3.2.İkramiyeli Tahviller

Şirketler pek çok yöntemle tahvil satışlarını arttırmaya çalışmaktadırlar. Bunlardan bir tanesi de ikramiyeli tahvillerdir. Tahvil satışını arttırmak için para ikramiyesi verilebilir. Ülkemizde tahvil sahiplerine ek olarak faiz dışında hiçbir menfaat sağlanamaz hükmü geçerlidir. Aksi durumların hepsi cezai yaptırıma maruz kalmaktadır.

3.3.Kâra Katılma Hakkı Veren Tahviller

Kâra katılmalı tahviller verimi sabit bir gelir niteliğinde olmayıp kâr edilme koşuluna bağlı olarak, kârdan da belli bir pay alan tahvillerdir. Bu tahviller birikimli ya da birikimsiz faiz ödemesi koşulu ile çıkarılabilirler. Birikimli faizli tahvillerde kârın iyi olduğu dönemlerde daha önceki yılların ödenmemiş faizleri ödenebilir. Birikimsiz faizli tahvillerde ise belli bir dönemde kâr sağlanmadığı takdirde o döneme ilişkin tahvil faizleri ödenmemiş olur. Bu faizlerin daha sonraki yıllarda karşılanması olanağı yoktur.

3.4.Hisse Senedine Çevrilebilir Tahviller

Ortaklık tarafından çıkarılan ortaklığın sermaye artımı suretiyle çıkaracağı veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetlerdir. HDT ihracı özellikle, hisse senedi piyasasının sunduğu yüksek getiri potansiyelinden yararlanmayı amaçlayan, bununla birlikte hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliğin getirdiği riski üstlenmek istemeyen yatırımcılara hitap etmektedir. HDT'nin en temel özelliği tahvillerin içerdiği anapara güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunmasıdır.

Sermaye Piyasası Mevzuatında HDT'lere ilişkin düzenlemeler Seri: II, No: 22 sayılı "Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" yapılmıştır.

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM

DERS NOTU

3.5.Sabit ve Değişken Faizli Tahviller

Enflasyonun yüksek olduğu ve piyasa faiz oranlarında bir istikrar olmadığı dönemlerde, tahvil piyasasında istikrar sağlamak çok zordur. Değişken faizli (faiz ödemeleri 3, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibariyle kuponlara bağlı olarak yapılabilir) tahviller böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere düzenlenmiştir.

3.6.İndeksli Tahviller

Değişken faizli tahvillerde enflasyona karşı yalnızca faiz oranı korunmaktadır. Dövizde ya da altına indeksli tahviller anaparayı korumakta daha güvencelidir.

4. Çıkarılış Biçimlerine Göre Tahviller

4.1.Seri hâlinde Çıkartılan Tahviller

Bu tür tahvillerin vadeleri her yıl ya da her altı ay bunlardan bir kısmı geri ödenecek şekilde ayarlanır. Belli bir tertipteki tahvillerin kısa vadeli olanlarına daha düşük, uzun vadeli olanlarına ise daha yüksek oranda faiz ödenir. Dolayısıyla alıcılar tercihlerine en uygun vadeli tahvilleri seçme olanağına sahiptirler. Diğer taraftan; tahvil çıkaran şirketin her yıl ne kadar tahvilin ödeneceğini önceden belirleyebilmesi için gelecek dönemlerde ne miktarda gelir elde edeceğine ilişkin gerçeğe yakın tahminler yapabilmesi gerekmektedir.

4.2.Kuponsuz Tahviller

Esas kanı iskontolu tahvillerin kuponlu tahvillerden daha az yaygın olduğudur. Bunlar nominal değerden iskontolu satmaya sebep olmak için kasıtlı olarak düşük kupon oranı ile çıkartılan tahvillerdir. Kuponsuz tahvil sahibine sadece tek bir nakit akışı sağlar ve bu da tahvilin vade tarihidir.

5. Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri

5.1.Devlet Tahvilleri

Devlet tahvilleri vadesi 1 yıldan uzun, sabit getiri olanağı sağlayan sermaye piyasası araçlarıdır. Genellikle riskten kaçmak isteyen rasyonel yatırımcı denilen bireyler tarafından tercih edilirler.

5.2.Özel Sektör Tahvilleri

Özel sektör tahvilleri devlete alternatif olarak özel sektör kuruluşlarının şirketlerine nakit yaratmak için çıkardığı borç senetleridir. Devlet tahvillerine göre riski daha fazladır.

5.3. Eurotahvil (Eurobond)

Hem devletin hem özel sektörün borç bulma amaçlı kendi ülkeleri dışında çıkardığı tahvillere verdiğimiz isimdir.

Tahviller; güvenceli, kâra iştirakli, primli vb. özelliklere bağlı olarak sınıflandırılabilirler.

Güvenceli Tahviller: Tahvil belli bir dönem için faiz ve dönem sonunda anaparayı geri ödemeyi ifade eden bir borçlanma senedir. Bununla beraber gerek faiz, gerekse anapara ödemesi için bir karşılığın bulundurulması durumunda, güvenceli tahviller anlaşılır. Amaç, işletmenin ödemeleri yapamaması olasılığına karşı, bazı varlıkların güvence olarak bulundurulmasıdır. İşletme, tahvil faiz veya anaparasını ödeyemez duruma düşerse güvence olarak belirtilen varlık veya varlıklar satılarak tahvil sahiplerine gerekli ödemeleryapılır.

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM

DERS NOTU

Güvencesiz Tahviller: Bu tür tahvil sahipleri için güvence, işletmenin tüm mal varlığıdır. Başka bir ifadeyle, tahvil sahibinin alacağına güvencesi olarak, belli varlık veya varlıklar belirlenmemiştir. Bu durumda olan tahvil sahiplerinin korunması, güvenceli tahvil sahiplerine göre farklıdır. Rehinli veya ipotekli tahvil sahiplerine alacakları ödendikten sonra kalan tutar, güvencesiz tahvil sahiplerine ödenir. Bu nedenle, tahvil sahiplerinin hakları belirli varlıklarla değil, işletmenin varlıkları ile korunmuştur.

Kâra İştirakli Tahviller: Yatırımcılara, hem faiz elde etme hem de kâra katılma olanağı sağlar. Kâra iştirakli tahviller, işletmenin kârlı olması durumunda ödeme yapılacağından imtiyazlı hisse senetlerine benzemektedir. Ancak, iki noktada imtiyazlı hisse senetlerinden ayrılırlar. İşletme kârlı ise, tahvil sahipleri ödemenin yapılmasını isteyebilirler. Ayrıca, faiz ödemeleri vergi matrahından da düşülebilir. Bilindiği gibi, imtiyazlı hisse senetleri için ödenen kâr payları, vergi matrahından düşülememektedir.

Ödenim Fonlu Tahviller: Ödenim fonu, tahvillerin anapara taksitlerinin geri ödenmesi için oluşturulan bir fondur. Genellikle, işletmeler için tahvil borçlarını bir defada ödemek oldukça zor olmaktadır. Bu nedenle, işletmeler, her yıl belli tutardaki tahvil borçlarını ödemek isterler. Ödenim fonlu tahviller, özel bir güvence içerdiklerinden, ihraç durumunda daha yüksek bir fiyatla satılır. Bu nedenle, ihraç eden işletmeye maliyetleri düşüktür.

Primli Tahviller: Tahvillerde prim, ya ihraç ya da itfa primi şeklinde olabilir. Tahvil, üzerinde yazılı nominal değerinden daha düşük bir değerle satılıyorsa ihraç primi söz konusu olur. İtfa anında, tahvil sahibine, tahvilin nominal değerinden daha yüksek bir değer ödeniyorsa bu durumda da **itfa primi** söz konusudur.

İkramiyeli Tahviller: Tahvillerin pazarlamasını kolaylaştırmak için, faiz yanında, belirli zamanlarda kura çekilmesi yoluyla bazı tahvillere ikramiye verilebilir. Ülkemizde şirketlerin ikramiyeli tahvil ihraç etmeleri mümkün değildir.

Endeksli Tahviller: Endeksli tahviller, faiz ödemeleri bir fiyat endeksine bağlanmış olan tahvillerdir. Endeks olarak enflasyon oranı, altın, döviz veya herhangi bir malın fiyatı esas alınabilir.

Faizi Tahvil Olarak Ödenebilen Tahviller: Faizi Tahvil Olarak Ödenebilen Tahviller, adından da anlaşılacağı gibi, işletmeye, faizi ister nakit, isterse nominal değeri buna eşit tahvil şeklinde ödeme olanağı sağlar. Bu tür tahviller, ihraç eden işletmeye önemli bir üstünlük sağlar. İşletme nakit sıkıntısına düşerse yatırımcıya nakit ödeme yerine yeni tahviller vermektedir.

Riskli Tahviller: Riskli tahviller, finansal açıdan oldukça riskli olan işletmelerin çıkartmış oldukları borçlanma araçlarıdır. Özellikle, ABD'de 1980 öncesi sabit getirili araçlara yatırım yapan yatırımcılar, emeklilik ve sigorta fonları, genellikle bu tür yüksek riskli tahvillere yatırım yapmayı pek tercih etmemişlerdir. Dolayısıyla, riskli işletmelerin, neredeyse tahvil piyasasından finansman sağlamaları imkânsız hâle gelmiştir. Bu olaylardan hemen sonra, tarihi veriler üzerinde yapılan ampirik çalışmalarla, riskli tahvillerin getirilerinin, katlanılan riskin üzerinde olduğu gösterilmiştir. Bu

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM

DERS NOTU

araştırma, özellikle kurumsal yatırımcıları ikna ederek büyük tutarlarda riskli tahvilleri portföylerine almalarına neden olmuştur. Bu gelişmeler, riskli tahvillerin yeniden doğmasına neden olmuştur.

Sıfır Kuponlu Tahviller: Bu tür tahvil sahiplerine, isminden de anlaşılacağı gibi, vade boyunca hiçbir faiz ödemesi yapılmaz. Yatırımcıya, vade sonunda ödenecek tutar, sıfır kuponlu tahvilin nominal değeri, yani üzerinde yazılı değeridir. Yatırımcının faiz geliri, nominal değerle, satın alma değeri arasındaki farktır.

Tahvilin Üstünlükleri ve Sınırlılıkları

Uzun vadeli bir finansman aracı olan tahvil, yatırımcı açısından riski az, belirli bir faiz geliri ve işletme üzerinde zayıf bir denetimi olan bir menkul kıymettir. Tahvilin ihraç eden açısından üstünlükleri ve sakıncaları şöyle özetlenebilir:

Üstünlükleri;

- Tahvil maliyeti belli ve sınırlıdır.
- Hisse senetlerine göre riski düşüktür. (bu ölçüde getiri de düşük)
- İşletme sahipleri, yönetimi ve denetimi tahvil sahipleri ile paylaşmazlar.
- Faiz ödemeleri vergi matrahından düşülmektedir.

Sınırlılıkları:

- İşletmenin gelirleri düzenli değilse, faiz ödemelerini karşılayamaz. Bu nedenle, işletme için bir risk doğar.
- Aşırı borçlanma durumunda, finansal kaldıraç olumlu çalışsa da hisse senetlerinin fiyatları düşebilir.
- Tahviller, özellikle uzun bir dönemi içerdiklerinden, risk de içerirler. Çünkü uzun dönemde planlar ve beklentiler değişebilir.
- Tahvillerde vade uzun olduğundan, işletme için kısa vadeli borçlara göre daha ağır hükümler söz konusu olabilir.

HİSSE SENEDİ-TAHVİL KARŞILAŞTIRMASI

Tahvil ve hisse senedi arasındaki farkları vade, gelir üzerindeki haklar, varlıklar üzerindeki haklar ve yönetimde söz sahibi olma açısından dört başlık altında toplamak mümkündür:

Tahvillerin belirli bir vadesi vardır ve bu vade ihraç edildiklerinde bilinmektedir. Tahvil, ihraç ve itfa tarihleri arasındaki dönemde işlem görmekte ve alınıp satılmaktadır. Hisse senetlerinin ise belirli bir vadesi bulunmamaktadır.

Gelir üzerindeki haklar; ödemedeki öncelik, gelirin kesinliği ve gelirin tutarı açısından incelenebilir.

Tahvil sahiplerinin alacaklarının ödenmesinde yasal öncelik bulunmaktadır. Hisse senedi sahipleri ise son sıradadır. Tahvilden elde edilecek gelirin miktarı kesindir ve firmanın faaliyetlerinden elde ettiği gelirin miktarından etkilenmez. Hisse senedi sahiplerine ödenecek tutar kesin değildir. Firmanın karının artması durumunda hisse senedi sahiplerine ödenecek kâr payı tutarı aratabilir.

FİNANSAL PİYASALAR VE KURUMLAR DERSİ- UZAKTAN EĞİTİM DERS NOTU

Firmanın iflası veya tasfiyesi hâlinde, tahvil sahiplerinin hakları öncelikli

olarak garantiye alınmıştır. Firma tasfiye edildiğinde, öncelikle varlıklar nakde dönüştürülür ve pasifteki borçlar ödenir. Firmanın tüm borçları ödendikten sonra geriye kalan kısım hisse senedi sahipleri arasında paylaştırılmaktadır. Hisse senedi sahipleri firma yönetiminde söz sahibidir, fakat tahvil sahiplerinin yönetimde herhangi bir söz hakkı bulunmamaktadır.

Tahviller ve hisse senetleri arasındaki farklar aşağıdaki tabloda kısaca özetlenmiştir:

Tablo 1: Hisse Senetleri ile Tahviller Arasındaki Farklar

Hisse senedi	Tahvil
Hisse senedi, bir mülkiyet senedir.	Tahvil bir borç senedir.
Hisse senedi sahibi, hisse senedini çıkaran kuruluşun ortağıdır. Hisse senedi sahibi, şirkete belli bir oranda sahiptir. Kullandığı sermaye öz sermayedir.	Tahvil sahibi, tahvil çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil sahibinin bir şirkete sağladığı sermaye yabancı sermayedir.
Hisse senedi satın alarak şirketin ortağı olan hak sahipleri, kendilerine tanınan tüm ortaklık haklarından yararlanabilirler.	Tahvil sahibi, şirketin aktifi üzerindeki alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık, şirketin brüt kârından, önce tahvil sahiplerine faiz ödenir. Bundan sonra, bilanço kâr gösterirse, hisse senetlerine temettü ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra, şirketin mal varlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.
Hisse senedinde vade yoktur ve hisse senedi sahibi ile şirket arasındaki ilişki ebedidir, sadece hisse senedinin sahibi değişebilir.	Tahvilde kesin bir vade vardır, bu vade sonunda tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki sona erer.
Hisse senedinin getirisi, hisse senedi değerinde meydana gelen artış ve şirketin dağıtacağı kâr payıdır. Ancak senet sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği, hatta gelir elde edip edemeyeceği belli değildir.	Tahvilin getirisi belli ve sabittir. (Değişken faizli tahvillerde faiz oranları ancak iktisadi şartlar değiştiğinde mevzuat değişikliği ile değişebilir.)
Hisse senetleri, itibari değerinin altında bir fiyatla satılamazlar.	Tahviller, mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle (iskontolu olarak) ihraç edilebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR:

Sarıkovanlık, Vedat. Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Yönetimi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi Yayını.