

# Yerel Yönetimlerin Borçlanma Araçlarından Biri: Belediye Tahvilleri\*

Vicdan Cevher KILIÇ\*\*, Emine KAYA\*\*\*

**Öz:** Belediye tahvil ihracı, belediyelerin bir finansman yöntemidir. Etkin bir belediye tahvil piyasasının kurulmasıyla birlikte, yatırımcılar banka sektörü dışında bir yatırım fırsatına sahip olurken, yerel yönetimler finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Türkiye 2020 yılına dek yerel belediye tahvil piyasasında çok başarılı olamamıştır. Dolayısıyla, Türkiye'de etkili bir belediye tahvil piyasası henüz kurulmamıştır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye ve ABD belediye tahvil piyasalarını incelemek ve Türkiye'de etkin ve verimli şekilde işleyen sürdürülebilir tahvil piyasasının oluşması için önerilerde bulunmaktır. ABD'de yerel tahvil piyasası eski ve gelişmiş olduğundan, bu çalışmada da ABD belediye tahvil piyasası örnek alınmıştır. Türkiye'nin siyasi, ekonomik koşulları ve belediye tahvil ihracı için mevzuat avantajı göz önünde bulundurularak, bu çalışmada SWOT (güçlü yanlar, zayıf yanlar, fırsatlar, tehditler) analizi yapılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Belediye tahvilleri, yerel yönetim finansmanı, kamu finansı, tahvil ihracı.

Jel Kodları: E60, G10, H70

## One Of The Debt Instruments Of The Local Governments: The Municipal Bonds

**Abstract:** Municipal bond issuance is a financing method of municipalities. With the establishment of an effective municipal bond market, the investors have an investment opportunity outside the bank sector, while local governments can meet their financing needs. Local municipal bond market in Turkey until 2020, have not been very successful. Thus, an effective municipal bond market in Turkey has not yet been established. The aim of this study is to examine Turkey and the US municipal bond markets and make recommendations for the creation of effective and efficient functioning of sustainable bond market in Turkey. Since the local bond market is old and developed in the USA, the USA municipal bond market is taken as an example in this study. Considering Turkey's political, economic conditions and the advantages of legislation for the issuance of municipal bonds, SWOT (strengths, weaknesses, opportunities, threats) analysis was performed in this study.

**Keywords:** Municipal bonds, local government financing, public finance, bond issuance.

Jel Codes: E60, G10, H70

\* Bu çalışma 2020 yılında gerçekleştirilen International Symposium on Business Economics kapsamında özet olarak sunulan bildirinin genişletilmiş halidir.

\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi., vkilic@agri.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5394-6188.

\*\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Malatya Turgut Özal Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimler Fakültesi, emine.kaya@ozal.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7035-9241.

<sup>1</sup> Detayı bilgi için bakınız: McKinsey Global Institute (2013). Infrastructure Productivity: How to save \$1 trillion a year, <[http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Infrastructure/Our%20Insights/Infrastructure%20productivity/MGI%20Infrastructure\\_Full%20report\\_Jan%202013.ashx](http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Infrastructure/Our%20Insights/Infrastructure%20productivity/MGI%20Infrastructure_Full%20report_Jan%202013.ashx)>, (10.02.2020).

Makale Geliş Tarihi: 07.08.2020

Makale Kabul Tarihi: 18.10.2020

Çağdaş Yerel Yönetimler Dergisi, Cilt 30, Sayı 1, Ocak 2021, s.47-69

## Giriş

Belediye tahvil ihracı, belediyelerin bir finansman yöntemidir. Başarılı bir yerel tahvil ihracı, yerel yönetimleri güçlendirip ekonomik kalkınmaya zemin sağlayabilmektedir. Etkin bir belediye tahvil piyasasının kurulmasıyla yatırımcı banka sektörünün dışında bir yatırım imkânına kavuşabilmekte, yerel yönetimler ise finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Tahvil ihracıyla yerel yönetimler, etkin bir şekilde özel sermaye piyasasına ulaşmaktadırlar. Belediye tahvillerinin etkin ihracı ise, belediyelerin kredi sağlama gücünü artırmaktadır.

McKinsey Global Institute tarafından yapılan bir araştırmada, 2013-2030 zaman aralığı için küresel çapta tamamlanması planlanan altyapı yatırımlarının tutarı, 62 trilyon ABD doları olarak tahmin edilmektedir<sup>1</sup>. Fakat, ülkeler bazında düşünülünce, bu altyapı tutarının ne kadarlık kısmının merkezi yönetimler ne kadarlık kısmının yerel yönetimler tarafından karşılanacağı hakkında, netlik yoktur ve bu yatırımlar uzun vadeli kaynak gerektirmektedir. Altyapı yatırımlarının borçlanma ile finanse edilmesi durumunda, üç alternatif ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, yerel yönetimin merkezi yönetimden finansman sağlaması; ikincisi, bankacılık sektöründen finansman sağlanması ve son olarak üçüncüsü, sermaye piyasalarından finansman elde edilmesidir.

Altyapı yatırımlarının etkin bir şekilde sürdürülebilmesi için yerel yönetimlerin finansman yapısının güçlü olmasına ve uzun vadeli finansman sağlayabilecekleri sermaye piyasalarına erişimin kolayca olmasına bağlı bulunmaktadır. Yerel yönetimlerin borçlanma araçlarından biri olmasına rağmen, Türkiye’de pek tercih edilmeyen belediye tahvilleri, bankacılık sektöründen sağlanan finansman alternatiflerine göre daha düşük maliyete sahiptir. Vadeli finansman imkânı veren belediye tahvilleri aracılığıyla, düşük faiz oranları ile yerel yönetimler için borçlanma sağlanabilmektedir. Fakat belediye tahvil piyasasının sağlıklı bir şekilde işlemesi, bağımsız ve etkin bir kredi derecelendirme sisteminin mevcudiyetine bağlıdır. Nitekim, Türkiye’de belediyeler, kanunlarla tarif edilen usul ve esaslar kapsamında, tahvil ihracı aracılığıyla borçlanma yetkileri bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye ve ABD belediye tahvil piyasalarını incelemek ve Türkiye’de belediye tahvil piyasasının etkin ve verimli bir şekilde faaliyet göstermesi için önerilerde bulunmaktır.

Bu kapsamda, çalışmada belediye tahvil piyasası için literatür incelenmekte, yasal mevzuta yer verilmekte ve ABD tahvil piyasalarına değinilmektedir. Nitekim son olarak uzun süredir ABD’de başarı ile uygulanan belediye tahvil ihracı uygulamasının, Türkiye’de sürdürülebilir hale getirilmesi için önerilere yer verilmektedir. ABD yerel yönetim tahvil piyasası gelişmiş ve eski olduğundan, birçok ülke tarafından örnek olarak alınmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada da ABD belediye tahvil uygulaması örnek alınmıştır.

Bu çalışmanın literatüre bazı katkılar sağlaması beklenmektedir. Çalışmanın literatüre ilk katkısı, yerel yönetimlerin önemli borçlanma araçlarından biri olan belediye tahvilleri ve tahvil piyasası tanıtılarak, Türkiye için sürdürülebilir bir belediye tahvil piyasası önerisinde bulunmasıdır. Çalışmanın literatüre ikinci katkısı; Türkiye’nin siyasi ve ekonomik koşulları göz önünde bulundurularak, belediye tahvil ihracı için bir SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) analizinin yapılmış olmasıdır. Öyle ki çalışma kapsamında, SWOT analizi ile belediye tahvil piyasasının var olan düzenlemeler eşliğinde güçlü, zayıf yanlarının yanında fırsatları ve tehditleri incelenmektedir. Ayrıca, bu çalışmada belediye tahvil piyasasına ışık tutulmasının, yerel yönetimler, sermaye piyasaları ve nihayetinde bölgesel kalkınma için faydalı olabileceği düşünülmektedir. Son olarak, belediye tahvillerinin fiyatlamasına ilişkin matematiksel alt yapısının sunulması, çalışmanın literatüre bir diğer katkısıdır. Ayrıca belediye tahvil piyasası için Türkiye üzerine az sayıda kapsamlı araştırma olmasından dolayı, bu çalışmanın yerel yönetimler ve sermaye piyasaları literatürü açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Çalışmada öncelikle yerel yönetimlerin finansman ihtiyacı üzerinde durulmaktadır, sonrasında belediye tahvil piyasası hakkında bilgi verilmektedir. Akabinde Türkiye’de belediyelerin finansmanına yer verilmekte ve belediye tahvil piyasasının yasal zemini tanıtılmaktadır. Son olarak ABD belediye tahvil piyasası uygulamaları Türkiye’ye örnek olması açısından özetlenmektedir. Fakat, burada ABD’nin eyalet sistemiyle yönetildiği ve yönetsel yapı itibarıyla merkezi yönetimle yönetilen Türkiye’den farklı olduğu hususu gözden kaçırılmamalıdır. Bu durumun yerel kredi piyasası oluşturulması aşamasında dikkate alınması gerekmektedir. Son olarak çalışmada Türkiye’de sürdürülebilir bir belediye tahvil piyasası oluşturmak için öneriler getirilmektedir.

## Yerel yönetimlerin finansman ihtiyacı

1990'dan sonra, desantralizasyon ve hızlı kentleşme hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomileri için, yerel yönetimleri ve yerel yönetimlerin sahip oldukları şirketleri, daha fazla kaliteli hizmet sunmaya ve altyapı yatırımlarını finanse etmeye zorlamıştır. Bu durum ise, yerel yönetimlerin finansman gereksinimlerini artırmıştır. Finansman ihtiyacı artan ülkelerin yerel yönetimleri, merkezi yönetimden daha fazla mali kaynak almış ve merkezi yönetimlerinde finansman sıkıntısı çekmesine sebep olmuşlardır. Yerel yönetimler, karşı karşıya kaldıkları bu finansman sıkıntısını gidermek için, sermaye piyasalarından kaynak sağlamaya çalışmaktadır (Bali, 2006: 149). Ayrıca, yerel yönetimlerin sürdürülebilir kalkınma için önemli rolleri vardır ve bu sebeple finansman ihtiyacı tetiklenmektedir (Padovani vd., 2018: 2).

Belediyelerin yeni altyapı tesisleri oluşturması, son derece önemlidir; ancak, zarar gören alt yapı tesislerin tamir ve bakımı da altyapı tesislerinin oluşturulması kadar elzemdir. Örneğin doğal afetler altyapı faaliyetlerinin yürütülmesine engel olarak, finansal sıkıntıyı artırmakta ve yerel ekonomilerde altyapının zarar görmesiyle fazlasıyla hasara sebep olabilmektedir. Öyle ki, doğal afetlerin ilk etkileri, bölgesel bazda yerel ekonomiler üzerinde ortaya çıkmaktadır. Doğal afetlerin verdikleri bu zarar, netice olarak, faiz oranlarında yükselmeye kaynaklık etmekte ve yerel yönetim borçlanma araçlarına yatırım yapmış olan yatırımcıların risk algısını değiştirmektedir (Bourdeau-Briena ve Kryzanowski, 2019: 49).

2008 yılında yaşanan küresel kriz, ekonomistlerin ve yatırımcıların dikkatini, yerel yönetim borçlanma araçlarının temerrüt riskine çekmiştir. Kriz, yerel yönetimlerin mali koşullarına zarar vererek, birçok finansal problemi beraberinde getirmiştir. Yerel yönetimlerin borç problemi, Asya ülkelerinde ve özellikle Çin'de ciddi boyutlara ulaşmıştır (Hattori, 2018: 16). Öte yandan, 2006 yılında ise, Japonya'da Yübari isimli, belediye tahvil krizi yaşanmıştır. Hattori ve Miyake (2015: 12-13), bu krizin üç ana kaynağının olduğunu ifade etmişlerdir. Bunlar; yerel yönetimlerin yeniden yapılandırması, yerel yönetimlerin mali koşulları ile ilgili endişeler ve yerel yönetimlerin iflasıdır.

Belediye gelirleri içerisinde yer alan borçlanma gelirleri, belediyelerin yükümlülüklerini yerine getirmede faydalandıkları önem arz eden finansman kaynaklarından biridir (Yıldırım ve Ayrıçay, 2007: 21). Siyasi istikrar devam ettiği sürece, reel faizler düşmekte ve bu durum yatırımcıların farklı alternatifler aramasına sebep olmaktadır. Hem yurt içinde hem de yurt dışında ulusal yatırımcıların artışı, özellikle de emeklilik fonlarına yatırım yapan muhafazakâr yatırımcıların artışı, sabit getiri sağlayan menkul kıymetlere olan

talebi yükseltmektedir. Böylece, hem özel sektör hemde yerel yönetim borçlanma araçları için elverişli yatırım ortamı meydana gelmektedir (TSAKB, 2007: 13).

## **Belediye tahvil ihracı ve tahvil piyasası**

Tahvil ihracı, belediyeler için diğer borçlanma araçlarına kıyasla daha düşük faiz oranı ile daha uzun vadeli borçlanabilme avantajı sunmaktadır. Fakat, yatırım projelerinin finansmanı her belediye için uygun olmamaktadır. Elbette ki, belediyelerin tahvil ihracı için katlanmaları gereken bir maliyet bulunmaktadır ve belirli bir gelir ile üretim kapasitesine sahip olmaları gerekmektedir. Küçük ve orta büyüklükteki belediyelerin belediye tahvil ihracı zor olmaktadır, ancak onlar da sabit gelirleri sınırlı olduğu için alternatif finansman kaynakları arayışına girmektedir. Fakat, bu belediyeler, tahvil ihracından sonra ek gelirleri olmadığı müddetçe, geri ödeme konusunda sıkıntılar yaşamaktadırlar. Bu durum ise, her belediye için her şartta belediye tahvil piyasasından tahvil ihraç etmesinin, finansman ihtiyacını gidermek adına uygun bir alternatif olmadığına işaret etmektedir (Memiş, 2018: 82-83).

Yerel yönetimlerin borçlanmasını sağlayan tahvil piyasaları, diğer piyasalarda olduğu gibi fon talep eden ve fon arz eden iki birimden meydana gelmektedir. Fon talep eden birim, yatırımlarını borçla finanse eden ve borcunu geri ödeme iradesinde bulunan yerel yönetimler, fon arz eden birim ise, yatırımcıların tasarruflarını yerel yönetimlere aktaran finansal sektörde faaliyet gösteren aracı kuruluşlardan meydana gelmektedir (Peterson, 2000: 7). Ek olarak, belediye tahvil piyasasında, alım satım faaliyetlerinin sürdürülmesini ve fiyat tespitini yapmak üzere gerekli bilgilerin sağlanması amacıyla, hukuki çerçeveyi kapsayan sistem oluşmaktadır (World Bank ve International Monetary Fund, 2001: 3).

Belediye tahvil piyasasının etkin bir şekilde çalışması için rekebetçi şartlar altında, serbest ve optimal kaynak dağılımının sağlanması gerekmektedir. Tahvil piyasasının bu şekilde etkin çalışması için gerekli şartlar aşağıda sıralanmaktadır: (Freire vd., 2004: 4-5).

- Yerel yönetimler, kendi yapısı içerisinde borçlanmalı ve borcun geri ödenmesi noktasında, verilen güvence yerel yönetimlerin kendi özkaynakları olmalıdır.
- Sermaye piyasasının kısıtlarına fazla maruz kalmayarak belediye tahvil ihraç işlemi, optimal kaynak dağılımı, risk ve getiri ilkesi ile yürütülmelidir.
- Yatırımcılar ihracçı yerel yönetimin tüm piyasa bilgilerine erişebilmelidir.

Elbette ki, yukarıda bahsedilen koşulların gerçekleşmesi durumu belirli şartlara bağlı olmaktadır. İlk olarak, desantralizasyon, delegasyon, ve

özelleştirme ile mali yerelleşme sağlanmalıdır. Bu şekilde, mali yerelleşme aracılığıyla, yerel yönetimlere borçlanabilme yetkisi verilmektedir (Petersen ve Freire, 2004: 11-12). İkincisi ise, yerel yönetimlerin sıkı bütçe esasına uymaması durumunda ahlaki riziko sıkıntısı ortaya çıkmasıdır. Çünkü, yerel yönetimin borcunu ödememesi durumunda, merkezi yönetimin borcu üstlenmesi olan ahlaki rizikonun birçok makroekonomik etkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla, yerel yönetimlerin borçlanma kontrolünün sağlanması gerekmektedir<sup>2</sup> (World Bank ve International Monetary Fund, 2001: 329).

Yatırımcılar, tahvilin riskinin azaltıldığı ortamlarda kendilerini daha güvende hissetmektedir. Tahvilin belirli bir gelir getirici proje ile bağlantılı olmaması halinde, potansiyel yatırımcıların tahvilin genel performansına göre (daha yüksek kredi riski ve daha uzun vade süresi gibi), tahvili gerçek riskinden daha riskli olarak algılamaktadır (Samonikov vd., 2017: 161). Dolayısıyla, tahvilin gelir getirici bir projeye bağlanması, tahvil piyasasında fon arz eden ve fon talep eden birimler için daha elverişli yatırım ortamı sağlamaktadır.

Yerel yönetimlerin aşırı borçlanmasının önüne geçmede, mali gözetim (şeffaflığın sağlanması için bağımsız denetim ve muhasebe denetimi ile bütçeleme uygulamalarının yapılması) ve merkezi yönetimin kefil olması durumunun ortadan kalkması göz önünde bulundurulmalıdır (Gündüz, 2008: 66-67). Bir diğer nokta, finansal piyasalar ve makroekonomik koşullardır. Son olarak, yerel yönetimlerin borçlanabilmesinin önemli belirleyicisi, kredi derecelendirmesidir. Kredi derecelendirme, belediye tahvil piyasasında borç ödeme gücüne işaret etmektedir (Shah, 2006: 34). ABD ve gelişmiş bazı ülkelerin dışında, yerel yönetimlerin kredi derecelendirmesi aslında yeni bir durumdur (Bali, 2006: 162'den aktaran Gündüz, 2008: 75). Ayrıca, kredi derecelendirme, tahvil fiyatlamasında asıl faktör olması sebebiyle, yerel yönetimin ödeyeceği faiz oranının en önemli belirleyici göstergesidir (Vaillancourt, 2006: 52'den aktaran, Gündüz, 2008: 75).

Belediye tahvilleri, ödemelerin yapıldığı gelir kaynağına dayanarak, genel yükümlülük, proje gelirine bağlı ve gelir tahvilleri olmak üzere üç başlıkta toplanabilmektedir (Yakar ve Kandır, 2012). Genel yükümlülük

---

<sup>2</sup>Yerel yönetimlerin borçlanma kontrolleri için farklı uygulamalar bulunmakta ve bu uygulamalar ülkelerin yapısal ile kurumsal düzenlerine, ekonomik ile finansal işleyişine göre değişiklikler sergilemektedir. Yerel yönetimlerin borçlanma kontrolünü sağlamak için mevcut yaklaşımlar ise, Piyasa Disiplinine Güven, Kurala Dayalı Yaklaşım, Merkezi Yönetimin Doğrudan Kontrolü ve İş Birliği Yaklaşımı şeklinde özetlenebilir (Detaylı bilgi için bkz., Gündüz, O. İ. (2008). Yerel Yönetimlerin Bir Borçlanma Yöntemi Olarak Tahvil İhracı. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).

tahvillerinde, yerel yönetim tüm gelirlerini kullanarak ihraç yapabilmektedir. Proje gelirlerine bağlı tahviller, yerel yönetimin tüm finansman gelirleri aracılığı ile değil, sadece yatırım projelerinin finansmanından elde edilmesi beklenen gelir kapsamında ihraç edilen tahvillerdir. Sonuçta gelir tahvilleri, yerel yönetimlerin mali transferleri gibi bazı gelir kaynaklarını kullanarak belediyelerin ihraç ettikleri tahvillerdir (Gündüz, 2008: 84-45).

Belediye tahvilleri, coğrafi bölge sınıflandırmasına tabi olmaktadır. Dolayısıyla, belediye tahvilleri üzerinde lokal risklerin etkisi, tahvilin ihraç edildiği coğrafyadan kaynaklanarak büyümektedir (Babina vd., 2015: 1). Bu sebeple, doğal afetlerin verdikleri zararlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar için belediye tahvillerinin avantajı olan vergi muaflığının etkisini ortadan kaldırmakta ve de bireysel yatırımcıları daha avantajlı hale getirmektedir (Ang vd., 2010: 565).

Green vd. (2007: 492), belediye tahvillerinin ihracı ile ilgili önemli noktalara değinmişlerdir. İlk olarak, yatırımcıların belediye tahvillerine daha fazla ödeme yapabileceklerini, toplu satın almalarda küçük oranlarda satın almalara göre %1, %2 ve %5 oranlarında kazanç sağlanabileceğini Green vd. (2007: 492) ifade etmişlerdir. Son olarak, yazarlar, farklı yatırımcıların, aynı tahvili, aynı tarihte farklı miktarlarda aldığında, fiyat farklılığının oluştuğunu ve ihraç gününde tahvil fiyatının düşük fiyat anomalisi sergileyip, ihraç gününden sonra, fiyatının yükselebileceğini belirtmişlerdir. Harris ve Piwowar (2006) ise, şeffaflık politikasının belediye tahvillerinin işlem hacmini artırabileceğini savunmuştur.

Diğer borçlanma araçlarında olduğu gibi, belediye tahvil piyasasında risk primini belirleyen faktörler, ihraççının mali şartları olan borcunu faizi ile birlikte zamanında ödeyebilme yeteneğidir. Bu sebeple, güvenilir bir yatırım ortamı oluşturmak için, ihraççının iyi bir şekilde yönetilmesi ve şeffaflığın sağlanması gerekmektedir. Bu anlamda, belediye tahvil piyasasında, ihraççı birim olan yerel yönetimlerin titiz bir şekilde denetlenmesi ile birlikte, ihraç edilen menkul kıymetlerin bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmesi, yatırımcılara doğru ve net bilgilerin ulaştırılması ve yönlendirilmesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, belediye tahvillerinin kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından cazip olabilmesi için, ihracın ardından işlem gördükleri ikincil piyasada likidite sağlanmalıdır. Nitekim, likiditenin sağlanmasında, piyasa yapıcılara bir süre başvurulabilmektedir (TSAKB, 2007: 14).

Tablo 1’de yerel yönetimlerin finansal performanslarının analizinde kullanılan önemli göstergelere yer verilmiştir. Fakat Tablo 1’de verilen bu göstergeler, küresel çapta tüm yerel yönetimler için standart verilere işaret etmemekte; ideal değerlerin ne olduğunu sunmaktadır.

**Tablo 1.** Yerel Yönetimlerin Finansal Performanslarının Analizinde Kullanılan Önemli Göstergeler

<b>Gösterge</b>
<b>1. Gelirler</b>
Cari Gelir/Toplam Gelir > 65% ise Güçlü Cari Gelir/Toplam Gelir < 50% ise Zayıf
Öz Gelir/Cari Gelir > 33% ise Güçlü Öz Gelir/Cari Gelir < 25% ise Zayıf
Nakdi Sübvansiyonlar/Cari Gelir < 33% ise Güçlü Nakdi Sübvansiyonlar/Cari Gelir > 50% ise Zayıf
Varlık Satışından Elde Edilen Gelir / Toplam Gelir < 2% ise Güçlü Varlık Satışından Elde Edilen Gelir / Toplam Gelir > 5% ise Zayıf
<b>2. Harcamalar</b>
Kişi Başına Düşen Toplam Harcama Mevcut Değil
Kişi Başına Düşen İşletme Giderleri Mevcut Değil
İşletme Giderleri/Toplam Harcamalar Mevcut Değil
Yatırım Harcamaları/Toplam Harcamalar Mevcut Değil
<b>3. Net Bilanço</b>
Toplam Harcamalar/Toplam Gelir < 95% ise Güçlü Toplam Harcamalar/Toplam Gelir > 100% ise Zayıf
İşletme Giderleri/Cari Gelir < 95% ise Güçlü İşletme Giderleri/Cari Gelir > 100% ise Zayıf
<b>4. Gerçekleşen Bütçe Performansı</b>
Gerçekleşen Cari Gelir/Bütçede Öngörülen Cari Gelir < 110% ise Güçlü Gerçekleşen Cari Gelir/Bütçede Öngörülen Cari Gelir > 125% ise Zayıf
Gerçekleşen İşletme Giderleri/Bütçede Öngörülen Giderler < 110% ise Güçlü Gerçekleşen İşletme Giderleri/Bütçede Öngörülen Giderler > 125% ise Zayıf
Gerçekleşen Yatırım Harcamaları/Bütçede Öngörülen Yatırım Harcamaları < 110% ise Güçlü Gerçekleşen Yatırım Harcamaları /Bütçede Öngörülen Yatırım Harcamaları > 125% ise Zayıf
<b>5. Göreli Büyüme</b>
Cari Gelirde Değişim / Toplam Gelirde Değişim > 100% ise Güçlü Cari Gelirde Değişim / Toplam Gelirde Değişim < 100% ise Zayıf
İşletme Giderlerinde Değişim / Cari Gelirde Değişim < 100% ise Güçlü İşletme Giderlerinde Değişim / Cari Gelirde Değişim > 100% ise Zayıf
<b>6. Likidite</b>
Borç ve Ödemeler/Cari Gelir Mevcut Değil



Kısa Vadeli Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar > 100% ise Güçlü Kısa Vadeli Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar < 100% ise Zayıf
Bütçe Fazlası/ Cari Gelir > 5% ise Güçlü Bütçe Fazlası/ Cari Gelir < 0% ise Zayıf
<b>7. Mevcut Borç</b>
Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlıklar Mevcut Değil
Uzun Vadeli Borç/Nüfus Mevcut Değil
<b>8. Yıllık Borç Servisi</b>
Yıllık Toplam Borç Servisi / Cari Gelir < 5% ise, Güçlü Yıllık Toplam Borç Servisi / Cari Gelir > 15% ise Zayıf
Faiz Ödemeleri / Cari Gelir < 5% ise Güçlü; Faiz Ödemeleri / Cari Gelir > 10% ise Zayıf

*Kaynak: Mark, A., F. Conway, P. Tatian, Z. Matouskova ve J. Mejstrik (1996). Credit Finance Analysis Handbook for Municipalities in The Czech Republic. Washington, D.C. The Urban Institute. And, ICMA. 1994. İçinde Evaluating Financial Conditions– A Handbook for Local Governments. Washington, D.C.'den Aktaran: Schaeffer, M. (2000). Municipal Budgeting Toolkit. Municipal Finance Background Series, 4, s.38.*

Belediye tahvil piyasasında ödeme temerrüdüne düşülmesi, yerel yönetimlerin ihraç ettikleri bu tahvillere karşı risk algısının hemen değişmesine sebep olabilmektedir. Bu durum da eldiye tahvillerinin sigortalanmasını gündeme getirmektedir (Gao vd., 2019: 404).

Ulusal ve bölgesel bazda bakıldığında, küçük belediyelerin tahvillerini pazarlarken, bazı sıkıntılar yaşayabildiği görülmektedir. Yüksek faiz oranları ile ihraç edilen küçük belediyelerin tahvillerinin fiyatları düşük olabilmektedir. Bu durumda, bu tahvillerin maliyetini yükseltmekte ve ikincil piyasasını küçültmektedir. Belediye tahvillerinin ikincil piyasasının küçülmesi, finansal hizmetlerin sunumunda aracı ve satın alanlar için eksik bilgi sıkıntısını doğurmaktadır. Büyük belediyeler ise, daha sıklıkla belediye tahvil ihraçları yapmakta ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir. Büyük belediyeler, borç yönetimi konusunda küçük belediyelere kıyasla daha deneyimli ve uzmandır (Robbins ve Kim, 2003: 92-93).

Rivers ve Yates (1997: 633-634), belediye tahvillerini sınıflandırırken, coğrafi bölgenin dikkate alınması gerektiğini ifade etmişlerdir. Çünkü, küçük ve büyükşehir belediye tahvilleri arasında reyting farkı olduğu bilinmektedir. Reeve ve Herring (1986: 65) ise, küçük belediyelerinin Moody's veya Standardand Poor's reyting hizmetlerini kullanmadıklarını savunmuşlardır. Ayrıca, Reeve ve Herring (1986: 65), küçük belediyelerindar bir piyasada, reyting puanına kaynaklık eden finansal, ekonomik ve demografik karakterlerin sağladığı ek faiz maliyetleri ile belediye tahvil ihracı yaptıklarını vurgulamışlardır.

Belediye tahvillerinin ilk ihraç edildikleri piyasa birincil piyasadır ve aracı kuruluşun mevcut oluşu piyasanın birincilliğini değiştirmemektedir. Birincil piyasada ihraç edilen belediye tahvili, daha sonra ikincil piyasada alınıp satılmaktadır. Tahvil ihracında, belirli taraflar bulunmaktadır. Bunlardan biri, finansal danışmalık yapan ve sermaye piyasalarında yatırım yapan kalkınma bankalarıdır. Diğer belediye tahvil piyasası tarafları ise, danışman, hukuki incelemeler yapan tahvil konseyi, aracılık faaliyetlerini yürüten yüklenici kuruluş, kurumsal ile bireysel yatırımcılar, tahvil ihraç mutemedi ve ödeme yetkilisi, kredi derecelendirme kuruluşları ve tahvil teminatı veren kuruluşlardır (Gündüz, 2008: 11-114).

Tahvil ihracının yapılmasına karar veren yerel yönetim, ihale aşamasında müzakereye dayalı satış ve rekabetçi satış yöntemlerinden birini ya da her ikisini birlikte kullanabilmektedir. Tahvilin yapılandırılması ise, tahvil ihracının büyüklüğünün belirlenmesi, vade tarihinin belirlenmesi, tahvilin iskontolu veya primli olarak ihraç edilmesi, itfa şartlarının belirlenmesi, faiz yapısının belirlenmesi, kredi notu alınması gibi işlemleri kapsamaktadır (Gündüz, 2008: 115-118). Tahvil ihracının son aşaması, dökümanlar hazırlanması, dağıtım ve pazarlama sürecini içermektedir.

Belediye tahvillerinin fiyatlamasında, Green (1993) modelinin geliştirilmiş formatı kullanılmaktadır. Genelleştirilmiş modelde vergi, likidite ve ödenmeme risk priminin etkisi, belediye tahvil fiyatına yansıtılmaktadır. Ancak, Green (1993), belediye tahvili fiyatlama modelinde, likidite riski ihmal edildiği için Wang vd. (2008) tarafından, modele likidite faktörü eklenmiştir. Dolayısıyla, Wang vd. (2008), Green'in (1993) ileri sürdüğü modeli geliştirmişlerdir. Green (1993)<sup>3</sup> tarafından önerilen belediye tahvillerinin fiyatlandırmasına ilişkin gösterim, aşağıda yer almaktadır:

$$1 = \sum_{t=1}^T C_t \frac{(1-\tau)d_t}{1-\tau d_t} + \frac{(1-\tau)d_t}{1-\tau d_t} \quad (1)$$

Yukarıda Eşitlik (1)'de  $C_t$ , vergilendirilebilir risksiz tahvilin kupon verimi;  $T$ ,  $d_t = P_t / (1 - \tau(1 - P_t))$ , vergi sonrası iskonto faktörü ve  $P_t$ , vergi öncesi iskonto faktörüdür. Riskli belediye tahvillerinin fiyatlaması dikkate alındığında, denge şartları altında bir tahvilin fiyatı gelecekte beklenen getirilerine eşit olmaktadır ve aşağıda denge fiyatının matematiksel gösterimi raporlanmaktadır.

$$\left( \sum_{t=1}^T M_t d_t + d_T \right) \prod_{t=1}^T (1 - \lambda_t) \quad (2)$$

<sup>3</sup>Model, vergi muafiyetinin olmadığı varsayılarak kurulmuştur.

Eşitlik (2)'de  $M_t$ , belediye tahvilinin kupon getiri oranıdır. Ancak, yatırımcı ödenmeme riski ile karşılaştığında, 1 dolarlık nominal değer ve vergi iadesi başına  $\delta$  kadar tutar almakta ve vergi iadesi  $(1 - \delta)\tau_g$  kadar olmaktadır. Burada  $\tau_g$ , sermaye kazancı (kayıbı) vergi oranıdır. Temerrüde düşülmesi durumunda, beklenen nakit akışının bugünkü değeri,  $i$  dönemi için aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\left( \sum_1^T M_t d_t + \delta + (1 - \delta)\tau_g \right) \lambda_i \prod_{k=1}^{i-1} (1 - \lambda_k) \quad (3)$$

$t$  döneminde bir belediye tahvilinin fiyatı, Eşitlik (2)'nin ve Eşitlik (3)'ün toplamından meydana gelmektedir ve yeni fiyat gösterimi aşağıda yer almaktadır:

$$\left( \sum_1^T M_t d_t + d_T \right) \prod_{t=1}^T (1 - \lambda_t) + \left( \sum_1^T M_t d_t + \delta + (1 - \delta)\tau_g \right) \lambda_i \prod_{k=1}^{i-1} (1 - \lambda_k) \quad (4)$$

Hazineler için fiyatlandırma formülüolan Eşitlik (1) ve Eşitlik (4) arasındaki denge ilişkisi, Eşitlik (5)'te sunulmaktadır.

$$M_t = A_t + B_t C_t \quad (5)$$

Eşitlik (5)'te yer alan  $A_t$  ve  $B_t$  değerlerinin genişçe gösterimi, Eşitlik (6)'da ve Eşitlik (7)'de raporlanmaktadır:

$$A_t = \frac{d_T [\prod_{t=1}^T (1 - \lambda_t)] - (\delta + (1 - \delta)\tau_g) \sum_1^T [\lambda_i \prod_{k=1}^{i-1} (1 - \lambda_k)]}{1 - \tau d_t} \quad (6)$$

$$B_t = \frac{\frac{(1 - \tau) d_t}{1 - \tau d_t}}{\frac{1}{1 - \tau d_t} \left\{ \sum_1^T d_t \prod_{t=1}^T (1 - \lambda_t) + \sum_1^T [(\sum_1^T d_t) \lambda_i \prod_{k=1}^{i-1} (1 - \lambda_k)] \right\}} \quad (7)$$

Eşitlik (5)'te yer alan Green (1993) belediye tahvil fiyatlama modeli, likidite faktörü ihmal edildiği için, Wang vd. (2008) tarafından likidite faktörünün eklendiği tahvil fiyatlama modelinin nihai gösterimi aşağıda sunulmaktadır:

$$M_t = A_t + B_t C_t + B_L L \quad (8)$$

## Türkiye'de belediyelerin borçlanma yoluyla finansmanı

Türkiye'de belediyelerin gelir kaynakları genel olarak üç ana kısma ayrılmaktadır. İlki, belediyelerin genel bütçe vergi gelirlerinden edindiği gelirler, ikincisi belediyenin kendi bünyesinde topladığı harçlar, katılım payları ve vergiler ile üçüncüsü, belediyelerin iç veya dış borç yoluyla edindiği gelirlerdir. Belediyelerin borçlanma kaynakları Türkiye'de genel olarak bankacılık sisteminden oluşmaktadır. Bu noktada belediyelerin ilk tercihi, kurulduğu 1933 yılında Belediyeler Bankası olmuştur. Belediyeler

Bankası sonra İller Bankası ismiyle faaliyetine devam etmiş ve günümüzde İLBANK A.Ş. olmuştur.

Türkiye’de belediyeler 2004 yılından sonra yerel yönetim reformuna tabi olmuştur. Bu reformlarla belediyeler, görev ve hizmetleriyle ilgili değişiklikler yaşamıştır. Belediyelerin bazı kamusal hizmetleri görmeye yeterli özkaynağı olmadığı için, finansal kaynağa ihtiyaç duyduğu açıkça ortadadır. Finans kaynağı oluşturmak için kullanılan araçlardan birisi de tahvil çıkarmaktır. Türkiye’de 2020 yılına kadar belediyelerin tahvil yoluyla finans kaynağı oluşturma hususunda çok da başarılı olmadığı görülmektedir. 1990’lı yıllardan sonra, Ankara Büyükşehir Belediyesi ve İstanbul Büyükşehir Belediyesi iç piyasada tahvil çıkarmayı deneseler de başarılı olamamışlardır (Çınar, 2000: 382). Bu durumun sebebi, iç finans kaynaklarının yeterli dinamizme ulaşmamasıdır (Çınar, 2000: 582). 1990 ve 1991 yıllarında Ankara Büyükşehir Belediyesi Alman sermaye piyasasına ve Tokyo sermaye piyasasına tahvil ihraç ederek borçlanmıştır. 1990’lı yıllarda Ankara Büyükşehir Belediyesi’nin ve 2002 yılında yargıdan dönen İstanbul Büyükşehir Belediyesi’nin girişimi dışında tahvil piyasasına giriş, 2017 yılına kadar Türkiye’de yaşanmamıştır. Antalya Büyükşehir Belediyesi, 2017 yılında tahvil ihracı yapabilmek için, kredi derecelendirme kuruluşlarından olumlu rapor almıştır. Antalya Büyükşehir Belediyesi’nin mali durumu Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşu tarafından değerlendirilmiş, ilk raporda yatırım yapılabilir seviyede not verilmişken; takip eden raporlarda Antalya Büyükşehir Belediyesi’nin kredi notu bazı riskler öne sürülerek düşürülmüştür (Canpolat Bıçakçı ve Özgül, 2017: 125). Antalya Büyükşehir Belediyesi Meclisi’nce 300 milyon Türk Lirası (TL) tahvil ihracı kararı alınmış<sup>4</sup>, ancak sonra tahvil ihracından vazgeçilmiştir.

Türkiye’de belediyelerin borçlanma yolu olarak pek tercih etmediği tahvil ihracı, uygun koşullar sağlandığı takdirde bankacılık sistemine göre daha az maliyetli ve daha uzun vade imkânı sağlayan bir borçlanma türü olabilmektedir. Bu şekilde büyük yatırımlar, uzun vadeli ve daha düşük faiz oranlarıyla karşılanabilmektedir. Bunun için öncelikle bağımsız ve etkili bir kredi derecelendirme sisteminin mevcut olması gerekmektedir. Uygun şartlar sağlanmadığı zaman belediyelerin tahvil ihracı, her ülke ve her belediye için doğru bir tercih olmayabilir.

Belediyelerin borçlanmasına Türkiye’de kanun koyucu yasal bir sınırlama getirmektedir. Bu yasal sınırdan, 5393 Sayılı Belediye Kanununun 68.

---

<sup>4</sup>Tahvil ihracı kararı Antalya Büyükşehir Belediyesince 09.03.2017 tarih ve 250 no’lu Meclis Kararı’nda alınmıştır.

maddesi d bendinde<sup>5</sup> yer almaktadır. Yine 5393 Sayılı Belediye Kanununun 68. maddesi e bendinde, Belediye ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip oldukları şirketler, en son kesinleşmiş bütçe gelirlerinin, 213 sayılı Vergi Usul Kanununa göre belirlenecek yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarının yılı 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 Çevre ve Şehircilik Bakanlığının onayı ile yapabilir. Belediyelerin ileri teknoloji ve büyük tutarda maddî kaynak gerektiren alt yapı yatırımlarında, Cumhurbaşkanınca kabul edilen projeleri için yapılacak borçlanmalar (d) bendindeki miktarın hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır.

Türkiye’de tahvil ihracını düzenleyen 5393 Sayılı Belediye Kanununun 68. Maddesi c bendinde: “*Tahvil ihracı, yatırım programında yer alan projelerin finansmanı için ilgili mevzuat hükümleri uyarınca yapılır*” demek suretiyle tahvil ihracı yatırım programlarında yer alan projelerin finansmanına endekslenmiştir. Bunun dışında, kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla yurt içine tahvil ihracı mümkün değildir. Belediyelerin yurt içi tahvil ihracına ilişkin mevzuattaki düzenlemeler incelediğinde, tahvil ihracının kurala bağlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla belediyeler, sadece mevzuattaki düzenlemeler çerçevesinde tahvil ihraç edebileceklerdir.

İller Bankası, Türkiye’de il özel idareleri, belediyeler ve bağlı kuruluşlar ile münhasıran bunların üye oldukları mahalli idare birliklerinin fon ihtiyacı karşılamak, mahalli müşterek hizmetler için projeler oluşturmak, danışmanlık ve denetim hizmeti yürütmek, merkezi hükümetin yerel yönetimlere kaynak transferine aracılık yapmak ve kalkınma ile yatırım bankacılığı faaliyetlerini sürdürmek için kurulmuş bir kalkınma ve yatırım bankasıdır (Gümüş ve Yereli, 2016: 226).

İller Bankasının belediyeler açısından birçok önemli işlevi vardır. İller Bankasının bu işlevleri; aracılık yapmak, yatırım ve danışmanlık hizmeti vermek ile kredi sağlamaktır (Berk, 2003: 78). Aslında, İller Bankası, dünyada görülen yerel yönetim bankacılığında farklı özellikler sergilemektedir. Dünyada, yerel yönetim bankalarının asıl işlevi kredi sağlamak iken; Türkiye’de İller Bankası kredi sağlama işlevine ek olarak, yatırım ve danışmanlık faaliyetlerini de yerine getirmektedir. İller Bankası ise, yerel yönetim bankacılığı yaparak, bankacılık sistemini, sermaye piyasalarını

---

<sup>5</sup> 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 aşmamaktadır. Bu miktar büyükşehir belediyeleri için bir buçuk kat olarak uygulanmaktadır.

ve yerel yönetimleri bir araya getirmektedir. Öyle ki İller Bankası, sermaye piyasalarından düşük maliyetle borçlanmak ve uygun faiz oranları ile uzun vadede yerel yönetimlere kaynak aktarmak fonksiyonları ile yerel yönetimlerin finansmanında önemli roller üstlenmektedir. Bu durumlar ise, belediye tahvili gibi borçlanma araçlarının ihracına aracılık yapan İller Bankası'nın, belediyeler için uygun maliyetle menkul kıymet ihracı yapabilmesine olanak sağlayan bir kuruluş olarak önemini artırmaktadır.

Türkiye'de etkin bir belediye tahvil piyasası henüz kurulmamıştır. Bunun nedenleri çok çeşitlidir. Tahvil ihracı ihtiyacının belirgin olarak seyretmemesinin en önemli sebebi, ülkenin kendi iç dinamikleriyle borçlanma ihtiyacını karşılamasından kaynaklanmaktadır. Ancak, yüksek maliyet isteyen altyapı hizmetlerinin finanse edilmesi sıkıntısının giderilmesini, belediye tahvil piyasasının kurulması sağlayabilir. Çalışma kapsamında, Türkiye'de oluşturulan tahvil ihracının yasal zemininden yararlanarak, Türkiye'nin siyasi ve ekonomik koşulları da göz önüne alınarak bir SWOT analizi yapılmıştır. Analize belediye tahvil sigortaları dâhil edilmemiştir. Çünkü Türkiye'nin kendisine has özel şartları vardır. Örneğin, Türkiye'de İller Bankası A.Ş. belediyelerin finansmanında lokomotif olarak hizmet vermektedir. Bununla birlikte Türkiye'de belediyelerin borçlanmasına da yasal sınır getirilmiştir. Belediyelerin tahvil ihracı yatırım programlarında yer alan projelerin finansmanına bağlanmıştır. Tablo 2'de Türkiye'de belediye tahvil piyasası için SWOT analizi özetlenmiştir.

**Tablo 2.** Türkiye’de Belediye Tahvil Piyasasının SWOT Analizi

<b>Güçlü Yanlar</b>	<b>Zayıf Yanlar</b>	<b>İç Faktörler</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Belediyelerin piyasa faiz hadlerinin altında borçlanmasına olanak sağlaması</li> <li>2. Yüksek maliyet gerektiren altyapı finansmanına kaynak oluşturması</li> <li>3. Rekabetçi bir belediye tahvil piyasasının gelişmeye açık bir yapı sergilemesi</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Tahvil piyasasının henüz olgunlaşmamış olmasının getireceği riskler</li> <li>2. Faiz Riski</li> <li>3. Kredi Riski</li> <li>4. Gelirlerin bir projeye bağlı olmaması</li> <li>5. Yerel yönetimin temerrüde düşmesi, temerrüd riski yaşaması</li> <li>6. Türkiye’ye özgü genel kabul görmüş bir kredi derecelendirme kuruluşunun henüz olmaması</li> </ol>	
<b>Fırsatlar</b>	<b>Tehditler</b>	<b>Dış Faktörler</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Düşük faiz oranlarıyla borç edinme</li> <li>2. Yasal mevzuatın etkin olarak hazırlanması</li> <li>3. Güncel piyasa durumlar</li> <li>4. Yatırımcıyla kamu arasındaki ilişkilerin etkin olarak düzenlenmesi.</li> <li>5. Tahvil piyasasında borçlanmanın 5393 Sayılı Belediye Kanunu’nda getirilen borçlanma limitleri içerisinde yapılması.</li> <li>6. Tahvil ihracının yatırım programlarında yer alan projelerin finansmanına endekslenmesi</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Belediyelerin finansal raporlarına güncel olarak online ortamda ulaşılabilmesi</li> <li>2. Belediye tahvil piyasasının yeni oluşturulmasından dolayı, yatırımcı ile kamu kesimi arasında güven unsurunun henüz kurulmamış olması</li> <li>3. Tahvil piyasasını olumsuz etkileyecek öngörülemeyen riskler</li> <li>4. Belediyenin borçlanma korkusu</li> </ol>	
<b>Olumlu Çıktılar</b>	<b>Olumsuz Çıktılar</b>	

Tablo 2’den görüleceği üzere, Türkiye’de etkin bir belediye tahvil piyasasının oluşturulması için tehditlerin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Tehditler içerisinde en önemlisi yatırımcı ile kamu kesimi arasındaki güven ortamının henüz oluşturulmamış olmasıdır. Etkin bir belediye tahvil piyasasının oluşturulması için belediyelerin bağımsız dış denetime tabi olması ve mali raporlarını online ortamda yatırımcılara sunması gerekmektedir.

## Türkiye’de belediye tahvillerinin yasal zemini

Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracına ilişkin yasal zemin oluşturulmuştur. 5393 sayılı Belediye Kanununun 8. maddesinde belediyelerin giderlerini karşılamak amacıyla borçlanma yapabileceği ve aynı zamanda tahvil ihraç edebileceği hükme bağlanmıştır. Yine 5393 Sayılı Kanunun 68. maddesi c bendinde tahvil ihracı, belediyelerin yatırım programında yer alan projelerin finansmanı ile sınırlanmaktadır.

Tahvil ihracına ilişkin yasal düzenlemelere 5393 Sayılı Belediye Kanunu’nun yanı sıra 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’da yer verilmiştir. Belediyelerin tahvil ihraç etmesini içeren hükümler 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer almaktadır. 2499 Sayılı Kanunun 3. maddesinin “h” bendinde ihraççı kuruluşlar arasında: anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler yer almaktadır. 2499 Sayılı Kanunun 13. maddesi’nde ihraç limitlerini Cumhurbaşkanınca belirleneceği, bu durumda özel kanunlarda belirlenen limitlerin uygulanmayacağına işaret edilmektedir. Ayrıca Hazine garantisi içeren ihraçlarda, mevzuatta öngörülen ihraç limitlerine uyulmayacağı da belirtilmiştir<sup>6</sup>.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun’da genel yönetim kapsamındaki mahalli idareler ile bağlı kuruluşları ve iktisadi teşebbüslerinin yurtiçi piyasalarda yapacakları tahvil ihraçları müsteşarlığın<sup>7</sup> iznine tabiydi; ancak, Hazine Müsteşarlığı, Hazine ve Maliye Bakanlığıyla birleştirilmiştir. Bu iznin verilmesi Hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmemektedir. Söz konusu izin sürecine ilişkin usul ve esaslar Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanacak bir yönetmelikle belirlenmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri ise, saklıdır.

4749 Sayılı Kanun’da dış borç ödeme hesabının oluşturulmasından

<sup>6</sup> Hazine garantisi ihtiva eden ihraçlarda, mevzuatta öngörülen ihraç limitleri uygulanmamaktadır. 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri saklı kalmak ve 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesi ile 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen limitler hariç olmak üzere, diğer kanunlarda belirlenen ihraç limitleri uygulanmamaktadır.

<sup>7</sup>Hazine Müsteşarlığı 10 Temmuz 2018 tarihinde yayınlanan 1 Numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile tüm görev ve yetkileriyle Maliye Bakanlığı ile birleşip Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı adını almıştır.



bahsetmektedir. “Deprem, sel gibi doğal afetler nedeniyle getirilecek istisnalar hariç olmak üzere, büyükşehir belediyeleri, belediyeler ve bunlara bağlı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen projeler için Hazine ve Maliye Bakanlığının garantisi altında sağlanan veya dış borcun ikrazı suretiyle kullanılan krediler ile Bakanlığın garantisi altında uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleştirilen tahvil ihracı çerçevesinde ilgili belediye veya bağlı kuruluşun geri ödeme yükümlülüklerini karşılamak üzere, gelirlerinin bir kısmının aktarılması amacıyla, proje uygulayıcı kuruluşun yetkili organlarının kararı ile bir dış borç ödeme hesabı oluşturulur” denilmektedir.<sup>8</sup>

Belediye tahvillerin yasal zemini dağınık bir şekilde ve farklı kanunlarda bulunmaktadır. Bu da tahvillerle ilgili araştırma yapmak isteyen araştırmacıların ve yasalara ulaşmak isteyen bilgi alıcılarının işlerini zorlaştırmaktadır.

### **ABD’de tahvil ihracı uygulaması**

ABD kamu yönetimi açısından ele alınırsa, eyalet sistemiyle yönetilmektedir ve yönetsel yapı itibariyle Türkiye’den oldukça farklıdır. Ancak, ABD belediye tahvilleri uygulama konusunda eski ve yerel yönetim tahvil piyasası gelişmiş olduğundan, birçok ülke tarafından örnek olarak alınmaktadır (Yakar ve Kandır, 2012: 432; Gündüz, 2008: 124).

ABD’de vergi gelirlerinin %75’i emlak vergisinden oluşmaktadır. ABD’de 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 tanımaktadır. ABD’deki çoğu eyalet yerel yönetimlere yeni vergi tahsil etmesine izin vermektedir. Örneğin Pennsylvania eyaleti Philadelphia kentine %1 satış vergisi ve kısıtlı bir oranda, gelir vergisi toplama yetkisini vermiştir (Katz, 2003: 10). ABD’de mahalli idareler, alt yapı yatırımlarını finanse etmek, kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak ve ticari faaliyetleri teşvik etmek amacıyla borçlanabilmektedirler.

ABD’de belediye tahvil ihracı, federal menkul kıymet olan hazine bonosundan sonra, ikinci derecede önemlidir. Belediye tahvil satışları üzerinde, devletin ekonomik refahı, belediyenin coğrafi konumu, nüfus, vergi yükü, ekonomik zenginlik etkilidir. Ancak en önemli piyasa faktörü makroekonomik durum ve serbest faiz oranlarının riskidir. Makroekonomik koşullar piyasanın güvenliğine rehberlik etmektedir. Makroekonomik duruma ek olarak, diğer genel piyasa faktörleri, federal mali politikaları ve toplam piyasa talepleri de son derece önemlidir (Wang, 2012: 2).

<sup>8</sup>4749 Sayılı Kanunun (Ek fıkra: 16/7/2008-5787/8 md.)

ABD’de hükümet veya kurum fon toplamak için tahvil ihraç etmektedir ve de tahvilleri satın alanlar; bireyler, yatırım ve para piyasası fonları, sigorta şirketleri ve ticari bankalardır (Nyugen vd., 2017: 3). ABD’de yerel yönetim tahvilleri; okul binası, yol, kamu binası, elektrik üretim tesisi, hastane inşaatı ile su ve kanalizasyon işleri gibi faaliyetlerin finansmanı için kullanılmaktadır.

ABD’de yerel yönetim tahvilleri sağlanan vergi muafiyetine tabi olup olmamaya göre özel ve genel amaçlı olarak ikiye ayrılmaktadır. ABD’de tahvil ihracında vergi muafiyeti özendirici bir husus olmakla birlikte, zaman zaman sorun olmuştur. Tahvillere sağlanan vergi muafiyetinin amacı finansmanı kolaylaştırmak olsa da beraberinde, bazı kaygılar da getirmiş ve nihayetinde ABD Kongresi, 1986 tarihli vergi reformu ile vergiden muaf özel amaçlı tahvil ihracına bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Ancak, vergi muafiyeti yalnızca faiz gelirlerini konu almakta ve sermaye kazançları vergilendirilmektedir. (Bodie vd. (1999: 40)’den aktaran Yakar ve Kandır, 2012: 434). Bu kısıtlamalar getirilmiş olmasına rağmen, belediye tahvillerinin getirisi hazine bonosunun getirisinden daha yüksektir (Wang vd., 2008: 1134). Belediye tahvillerinin ihracı, hisse senedi ihracından çok farklı olmaktadır. Çünkü, ABD’de belediye tahvillerinin gelirleri, her ne kadar kısıtlı olarak olsa da vergiden muaf tutulmaktadır (Schultz, 2012: 492).

ABD’de belediye tahvillerinin kredi riskinin azaltılması için bazı yöntemler kullanılmaktadır. Bunlar:

- Tahvil sigortası
- Banka teminatı uygulaması

Tahvil sigortası, tahvilin ödenmeme riskinin güvencesidir. Şöyle ki; tahvil çıkaran belediyenin tahvilin faiz ve anapara ödemelerini zamanında yapamaması halinde, yatırımcıya söz konusu ödemeler sigorta şirketi tarafından yapılmaktadır. Sigorta sözleşmeleriyle tahvil güvence altına alınmaktadır. Banka teminatı uygulaması ise, belediye tahvili ihraçlarına sağlanan banka destekleri ve de özellikle teminat mektubu kredisidir. Teminat mektubu kredisi, belediyenin tahvil anapara ve faiz ödemelerini yapamaması durumunda, bankanın bu ödemeleri hak sahiplerine yapacağı konusunda bir güvence sunmaktadır (Fabozzi, 2002: 243’den aktaran Yakar ve Kandır, 2014: 39).

ABD’de, tahvil yatırımcısının ihtiyaç duyacağı mali verilere ulaşım online olarak sağlanmadan önce, ilgili kamu kuruluşundan sağlanmıştır. Ancak, bu çok fazla zaman ve para alan bir işlem olmuştur. Online bütçe raporlarının yayınlanması ise, dikkat çekici bir şekilde belediyelerin borçlanma maliyetlerini düşürmüştür (Wang, 2012: 5-12).

## **Sonuç ve Öneriler**

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de ve ABD’de belediye tahvil piyasalarını incelemek ve Türkiye’de belediye tahvil piyasasının etkin ve verimli bir şekilde faaliyet göstermesi için önerilerde bulunmaktır. Türkiye’de yurt içi sermaye piyasasında, Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından ihraç edilen tahvillere yeterince ilgi olmamıştır. Bunun nedeni genel olarak yatırımcının ihraççı belediyeye olan güveninin azlığı olarak gösterilmektedir. Bununla birlikte Türkiye’de yerleşik bir tahvil piyasasının kurulmamış olması ve başarılı bir tahvil ihracının gerçekleştirilememesi dikkati çekmektedir. ABD belediye tahvil piyasası ise eski ve gelişmiş olduğundan, birçok ülke tarafından örnek alınmaktadır. Belediye tahvil sistemini başarıyla uygulayan ABD’nin tahvil piyasasının örnek alınması, Türkiye’de belediyelerin tahvil ihracının etkili bir finansman aracı olarak uygulanması için önemli bir yol gösterici olabilecektir. Fakat, ABD eyalet sistemiyle yönetilmektedir ve yönetsel yapı itibariyle Türkiye’den oldukça farklıdır. Bu durumun yerel kredi piyasası oluşturulması aşamasında dikkate alınması gerekmektedir. Sonuç olarak, Türkiye’nin sosyo-ekonomik ve yönetsel yapısı düşünüldüğünde, oluşturulabilecek tahvil piyasası yer yer ABD tahvil piyasasından farklı özellikler taşıyabilecektir.

Türkiye’de sürdürülebilir bir tahvil piyasası oluturulması için çalışma kapsamında yapılan SWOT analizine dayanarak verilen öneriler aşağıda sunulmaktadır:

- Kısmi vergi muaflığının getirilmesi belediye tahvillerine olan talebi arttıracaktır. Ancak Türkiye koşulları içerisinde vergi muaflığının getirebilmesi hususunda daha geniş kapsamlı çalışmalar yapılması gerekmektedir. Türkiye’de düşük oranlı vergi alınması uygulamasına gidilebilir. Çünkü Türkiye bütçesi, vergi gelirleriyle desteklenmektedir. Vergi muafiyeti bütçe gelirlerini sarsabileceğinden, belediye tahvillerinden düşük vergi alınması bütçe gelirlerini korumak açısından daha faydalı olabilecektir.
- Belediyelerin denetim raporlarının ve mali raporlarının şeffaf olarak kullanıcıya açılması gibi düzenlemeler yapılabilir. Bu şekilde, şeffaflık ilkesi ile yatırımcılar için optimal yatırım ortamı sağlamaya yönelik adımlar atılabilir.
- Yatırımcılar, tahvilin riskinin azaltıldığı ortamlarda kendilerini daha güvende hissetmektedir. Tahvilin belirli bir gelir getirici proje ile bağlantılı olmaması halinde, potansiyel yatırımcılar tahvili genel performansına göre (daha yüksek kredi riski, daha uzun vade süresi, vb.) daha riskli olarak algılamaktadır. Türkiye’de belediye tahvil piyasasının proje gelirine endeksli olması, Türkiye’nin sosyo

ekonomik yapısına daha uygundur. Çünkü, yatırımcılara güven unsuru sağlayabilecek ve ihraççıların da ödeme zorluğuna düşmesine engel olabilecektir. Bu sebeple Türkiye’de tahvil ihraçlarının gelir getirici projelere endeksenlenmesiyle, yatırımcıların risk algısı değiştirilerek, tahvile ilgisi arttırılabilir.

- Türkiye’de yerel yönetimlerin yurt içinde tahvil ihracı aracılığı ile öncelikle rekabetçi yapı sergileyen serbest ve kaynakların optimal dağıtılması kapsamında faaliyet gösteren sürdürülebilir yerel yönetim tahvil piyasasının kurulması gerekmektedir.
- İller Bankası, ticari bankalar, kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve aracı kuruluşlar, tahvil ihracında aracı kuruluş olarak görev yapabilir. Borçalanma kapasitesi yüksek büyükşehir belediyeleri için ulusal ve uluslararası piyasada tahvil ihracı gerçekleştirilerek, küresel sermaye de belirli mali şartları sağlayan yerel yönetimlerin finansmanında kullanılabilir.
- Yerel yönetimlerin tahvil ihracının başarılı olabilmesi için, yerel yönetimlerin mali durum bilgilerinin şeffaf bir şekilde yatırımcıların bilgilendirilmesine sunulması gerekmektedir. Türkiye’de de yerel yönetimlerin mali şeffaflığının sağlanması sürdürülebilir tahvil piyasasının olmazsa olmazı olacaktır.
- Belediyelerde iç ve dış denetim mekanizmalarının güçlü bir şekilde işlemesi ile belediye tahvil ihracı yapan yerel yönetimlere olan güven sağlanabilir. Çünkü, devlet denetiminin yanı sıra, bağımsız bir dış denetim meknizmasının olması, mali durum verilerini düzenli olarak bağımsız denetimden geçmiş şekilde yayınlamak, belediye tahvillerine olan ilgiyi artırabilir.
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının oluşturulması ve bu kuruluşların, belediye tahvilleri için derecelendirme yapması, piyasada güven ortamının oluşması açısından son derece önemlidir.
- Türkiye’de belediye tahvil piyasası mevzuatı oldukça dağınıktır. Belediye tahvilleri ile ilgili kanunlar tek bir kanun çıkarılarak tekrar düzenlenirse, bilgi kullanıcılarına etkin bilgi akışı sağlanabilir.
- Belediye tahvilleri için ikincil piyasanın kurulması ve bu piyasanın güçlenmesinin sağlanması gerekmektedir. İkincil belediye piyasasının kurulmasında, piyasa yapıcılardan yararlanılabilir.

Sonuç olarak Türkiye’de belediyelerin borçlanması için sürdürülebilir bir belediye tahvil piyasası önerileri yukarıda sıralanmaktadır. Belediyelerin genişleyen hizmet ağıyla doğru orantılı olarak artan giderlerini finanse etmek üzere kurulacak olan belediye tahvil piyasası bu alandaki bir boşluğu doldurabilecektir. Ancak tahvil piyasasının sürdürülebilir olması, piyasanın ülke dinamiklerine bağlılığıyla doğru orantılı olacaktır.

## Kaynakça

- Ang, A., V. Bhansali ve Xing, Y. (2010). "Taxes on Tax-exempt Bonds". *The 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.), *İçinde Mali Yerelleşme, Teori ve Uygulamalar Üzerine Yazılar*, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yerel Yönetimler Araştırma ve Eğitim Merkezi ve Güncel Yayıncılık Yayınları, ss.149-177.
- Babina, T., C. Jotikasthira, C. T. Lundblad ve T. Ramadorai (2015). Heterogenous Taxes and Limited Risk Sharing: Evidence from Municipal Bonds. *CEPR Discussion Paper No. DP10971*.
- Berk, A. (2003). "İller Bankası ve Yerel Yönetimler". *Sayıştay Dergisi*, 48, 75-92.
- Bodie, Z., A. Kane ve A. J. Marcus (1999). *Investments*. Singapore: Irwin/McGrawHill.
- Bourdeau-Brien, M. ve L. Kryzanowski (2019). "Municipal Financing Costs Following Disasters". *Global Finance Journal*, 40, 48-64.
- Canbolat Bıçakçı, S. ve C. Özgül (2017). "Türkiye’de Yerel Kredi Piyasası ve Belediyelerin Tahvil İhracı Üzerine Bir Değerlendirme". *Belediyelerin Geleceği ve Yeni Yaklaşımlar*, 114-125.
- Çınar, T. (2000). "Yerel Yönetimler ve Dış Borçlanma". *Yerel Yönetimler Sempozyumu*, Ankara.
- Freire, M., P. Petersen, M. Huertas ve M. Valadez (2004). *Subnational Capital Markets in Developing Countries from Theory to Practice*. New York: Oxford University Press.
- Gao, P., C. Lee ve D. Murphy (2019). "Municipal Borrowing Costs and State Policies for Distressed Municipalities". *Journal of Financial Economics*, 132, 404-426.
- Green, R. C.(1993). "A Simple Model of The taxable and Tax-exempt Yield Curves". *Review of Financial Studies*, 6, 233–264.
- Green, R., B. Hollifield ve N. Schürhoff (2007). "Dealer Intermediation and Price Behavior in The After Market for New Issues". *Journal of Financial Economics*, 86, 643–682.
- Gümüş, M. ve A. Yereli (2016). "Yerel Yönetimlerin Finansmanında Yerel Yönetim Bankacılığı Uygulaması, İller Bankası Örneği ve Türkiye için Öneriler". *Sosyoekonomi*, 24(28), 209-234.
- Gündüz, İ. O. (2008). *Yerel Yönetimlerin Bir Borçlanma Yöntemi Olarak Tahvil İhracı* (Yayınlanmamış Doktora Tezi) İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güner, A. (2004). "Belediyelerin Öz Gelirleri". *Vergi Dünyası Dergisi*, 274, Haziran.
- Harris, L. E. ve M. S. Piwowar (2006). "Secondary Trading Costs in The Municipal Bond Market". *Journal of Finance*, 61(3), 1361–1397.
- Hattori, T. (2018). "Decomposing Japanese Municipal Bond Spreads: Default and Liquidity Premiums in Times of Crisis". *Journal of Asian Economics*, 59, 16–28.

- Hattori, T. ve H. Miyake (2015). Empirical Analysis of Yield Determinants in Japan's Municipal Bond Market: Does Credit Risk Premium Exist?. *Working paper*.
- Katz, E. (2003). 'Eyalet ve Yerel Yönetimlerin Değişikliklere Tepkileri Demokrasi Laboratuvarlarında Güncel Deneyler, Demokrasi Konuları, Eyalet ve Yerel Yönetimler Değişikliğe Uyum Sağlanması'. *ABD Dışişleri Bakanlığı Elektronik Dergisi*, 8(2), 7-14.
- Mark. A., F. Conway, P. Tatian, Z. Matouskova ve J. Mejstrik (1996). *Credit Finance Analysis Handbook for Municipalities in The Czech Republic 1996*. Washington, D.C. The Urban Institute and, ICMA. 1994. İçinde *Evaluating Financial Conditions– A Handbook for Local Governments*. Washington, D.C.
- McKinsey Global Institute (2013). Infrastructure Productivity: How to save \$1 trillion a year. [http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Infrastructure/Our%20Insights/Infrastructure%20productivity/MGI%20Infrastructure\\_Full%20report\\_Jan%202013.ashx](http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Infrastructure/Our%20Insights/Infrastructure%20productivity/MGI%20Infrastructure_Full%20report_Jan%202013.ashx) (10.02.2020).
- Memiş, U. (2018). *Belediyelerin Finans Kaynakları ve Yeni Bir Yöntem Olarak Belediye Tahvil İhracı* (Uzmanlık Tezi). Ankara: İller Bankası Anonim Şirketi.
- Nguyen B., V. Sylesh ve W. Annabel (2017). *Private Placement of Municipal Debt: Lessons from California's Mandatory Disclosure Rule*. İçinde *Standford Public Policy*. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/04/volla\\_final2.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/04/volla_final2.pdf). (23.02.2020)
- Padovani, E., L. Rescigno ve J. Ceccatelli (2018). "Municipal Bond Debt and Sustainability in A Non-mature Financial Market: The Case of Italy". *Sustainability*, 10, 1-25.
- Peterson, G.(2000). Building Local Credit System. *World Bank Municipal Finance Background Series, No. 3*.
- Petersen, J. ve M. Freire (2004). *Political, Legal, and Financial Framework*. Mia Freire, John Petersen, Marcela Huertas ve Miguel Valadez (Ed.), İçinde *Subnational Capital Markets in Developing Countries from Theory to Practice*, Washington: World Bank ve Oxford University Press, ss. 9-47.
- Reeve, J. ve H. C. Herring (1986). "An Examination of Nonrated Municipal Bonds". *Journal of Economics and Business*, 38(1), 65-76.
- Rivers, M. J. ve B. M. Yates (1997). "City Size and Geographic Segmentation in The Municipal Bond Market". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 37, 633–645
- Robbins, M. D. ve D. Kim (2003). "Do State Banks Have Cost Advantages for Municipal Bond Issuance?". *Public Budgeting & Finance, Fall*, 1-24.
- Shah, A. (2006). *A Comparative Institutional Framework for Responsive, Responsible, and Accountable Local Governance*. Anwar Shah (Ed.), İçinde, *Local Governance in Industrial Countries*, ss. 1-40, Washington: World Bank.
- Schultz, P. (2012). "The Market For New Issues of Municipal Bonds: The Roles of Transparency and Limited Access to Retail Investors". *Journal of Financial Economics*, 106, 492-512.

- Samonikov, M. G., E. Veselinova, I. Gruevski, R. Fotov ve R. Binovski (2017). "Municipal Bonds in Developing Countries Case Study". *Municipality of Stip, Republic of Macedonia, Management Dynamics in Knowledge Economy*, 5(2), 155-174.
- TSPAKB (2007). *Sermaye Piyasasında Yeni Ürünler Çalışma Grubu Raporu*. Ankara: TSAKB Raporu.
- Vaillancourt, F. (2006). *Budgeting, Financial Management, and Financial Markets in An Intergovernmental Context*. Richard Bird ve François Vaillancourt (Ed.), İçinde *Perspectives on Fiscal Federalism*, Washington: World Bank, 35-57.
- Wang, J., C. Wu ve F. Zhang (2008). "Liquidity, Default, Taxes, and Yields on Municipal Bonds". *Journal of Banking & Finance*, 32, 1133-1149.
- Wang, T. (2012). "An Analysis of The Effect of Online Fiscal Disclosure on Municipal Bond Issuance". *International Review of Public Administration*, 17(2), 1-18.
- World Bank ve International Monetary Fund (2001). *Developing Government Bond Markets*. Washington: *World Bank*.
- Yakar, S. ve S. Kandır (2012). "Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması". *Maliye Dergisi*, 162, 447-430.
- Yıldırım, U. ve Y. Ayrıçay (2007). "Belediyelerin Finansman Sorununun Çözümünde Sermaye Piyasalarının Rolü". *Çağdaş Yerel Yönetimler Dergisi*, 16(2), 21-44.