

Kamu Maliyesinde Yeni Bir Kamusal Finansman Aracı Olarak Gelire Endeksli Senetler

Yrd. Doç.Dr. Ercan Uşun

Celal Bayar Üniversitesi, Gördes Meslek Yüksekokulu

Yrd. Doç.Dr. Engin Hepaksaz

Uşak Üniversitesi, İ.İ.B.F. Maliye Bölümü

ÖZET

Getirileri KİT gelirlerine endekslenmiş olan Gelire Endeksli Senetler için bankalar aracılığıyla 26-27 Ocak 2009 tarihinde yapılan talep toplama işleminden sonra 28 Ocak 2009 tarihinde ihraç işlemi gerçekleştirilmiştir. “TL Cinsi” ve “US Doları Cinsi” olarak çıkarılan senetlerin vadesi 3 yıl olup, TL cinsi senetler 3 ayda bir kupon ödemeli, US Doları cinsi senetler ise 6 ayda bir kupon ödemelidir. Çalışmamızda Gelire Endeksli Senetler’in yapısı ve özellikleri değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Gelire Endeksli Senetler, Devlet İç Borçlanma Senetleri, Kamu İktisadi Teşebbüsleri

Revenue Indexed Bonds As A New Financial Instrument In Public Finance

ABSTRACT

Revenue Indexed Bonds whose returns have been indexed to the revenues of State Owned Enterprises were issued on January 28, 2009 through direct sales method after the book-building process conducted by the banks on January 26-27, 2009. The bonds were issued as “TL Denominated”, having quarterly coupon payments, and “USD Denominated”, having semi annual coupon payments, both with maturity of three years. In this paper, the structure and the characteristics of Revenue Indexed Bonds have been evaluated.

Key Words: Revenue Indexed Bonds, Domestic Government Debt Securities, State Owned Enterprises

GİRİŞ

Dar anlamda vergi gelirleriyle ilişkilendirilen kamu gelirleri, geniş anlamda düşünüldüğünde resim, harç, parafiskal gelirler, mülk ve teşebbüs gelirleri, vergi cezaları ve borçlanma gibi çok çeşitli enstrümanları bünyesine almaktadır. Devletin kamu harcamalarına karşılık bulmak ya da kamu açıklarını kapatmak gibi amaçlarla bu gelirlerine ek olarak başka yollardan kaynak arama çabaları da söz konusu olabilmektedir. Ülkemiz açısından bu gelirlere ek olarak son dönemde yeni bir kamusal finansman aracı doğmuş bulunmaktadır. “Gelire Endeksli Senetler (GES)” olarak adlandırılan ve 28.01.2009 tarihi itibarıyla ihraçı gerçekleştirilen söz konusu senetler, niteliği itibarıyla borçlanma türü bir kamu gelirine benzemekle birlikte, GES’de yatırımcıların anaparaya ek olarak

elde edebilecekleri menfaat, borçlanmadan farklı olarak belirli bir kamu kuruluşunun gelirine endekslenmiş bulunmaktadır.

Çalışmamızda yeni bir kamusal finansman aracı olarak kabul edilebilecek GES hakkında bilgi verildikten sonra, özellikleri, ihraç süreci, işleyişi, diğer kamusal gelir enstrümanlarından farklı olarak yatırımcı için oluşturacak olduğu gelir tutarlarının hesaplanması konuları açıklanmaya çalışılmıştır. Sonuç bölümü ise çalışmanın genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

1.TANIM, DAYANAK VE İHRAÇ SÜRECİ

GES, getirileri Kamu İktisadi Teşebbüslerinden (KİT) elde edilen ve bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmek suretiyle oluşturulmuş senetler olarak tanımlanabilir (Hazine Müsteşarlığı, 2009b: 1). GES'in çıkarılmasına ilişkin dayanak ise esas itibariyle 29.12.2008 tarihinde ilan edilen "Hazine Finansman Programı"nda yeni borçlanma enstrümanlarının ihraç edilebileceğine ilişkin olarak yapılan kamuoyuna duyurusuna dayanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2008: 5).

Getirisi devlet gelirleriyle ilişkilendirilen GES için, Hazine Müsteşarlığı tarafından 22.01.2009 tarihinde ve 2009/14 Sayı ile yapılan Basın Duyurusu ile bankalar taleplerini 26 ve 27 Ocak 2009 tarihi itibariyle Hazine Müsteşarlığı'na, "GES Talep Formu" ile iletmış olup, söz konusu senetler 28 Ocak 2009 tarihinde bankalara doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilmiş bulunmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2009a: 1).

26-27 Ocak 2009 tarihindeki müşterilerin GES talepleri Bankalar tarafından, şubeler aracılığıyla, bankaların internet sitelerinden yapılan internet bankacılık işlemleriyle, telefon ile bankaların müşteri temsilcisine bağlanılarak veya netmatik gibi banka kasaları aracılığı ile toplanmıştır.

2. GES'İN ÇIKARILIŞ AMACI

Hazine Müsteşarlığı'na göre GES, yurt içi tasarrufların artırılması, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) yatırımcı tabanının geliştirilmesi ve finansman araçlarının çeşitlendirilmesi amacıyla çıkartılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2009b: 1).

Yukarıdaki amaçları genel olarak incelediğimizde kamu gelirleri içerisinde bugüne kadar yer alan alışılmış finansman kaynaklarının yanı sıra, yeni kaynaklardan gelir elde etme arayışının ön plana çıktığı görülmektedir. Diğer taraftan, yatırımcıların ellerinde atıl olarak tuttıkları ve ekonomiye aktarılmamış olan, bir anlamda yastık altı olarak nitelendirilebilecek olan fonların da ekonomiye kazandırılması ve böylece atıl fonların daha geniş bir yatırımcı kitlesinden ve daha uygun borçlanma maliyetleriyle kamu sektörüne aktarılması amaçlanmış bulunmaktadır.

3. GES GELİRLERİNİN ENDEKSLENDİĞİ KAMU KURUMLARI

28 Ocak 2009 tarihinde bankalara doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilen GES getirilerinin, KİT statüsündeki Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı

(TPAO), Devlet Malzeme Ofisi (DMO), Devlet Hava Meydanları İşletmeleri (DHMİ) ve Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü'nden (KIYEM) Bütçe'ye aktarılan "Hasılat Payı Gelirleri"ne *endeksli olması öngörülmüştür. Bu çerçevede, söz konusu senetlerin getirilerine ilişkin ödemelerin hesaplanmasında TPAO, DMO, DHMİ ve KIYEM tarafından Bütçe'ye aktarılan üç aylık ve altı aylık "Hasılat Payı Gelirleri"nin toplamının esas alınması söz konusu olacaktır (Hazine Müsteşarlığı, 2009b:2).

◆ TPAO, 1954 yılında 6327 sayılı kanunla kurulmuştur. 6327 Sayılı Kanunda yukarıda belirtilen ek olarak rafinaj, pazarlama ve boru hatları ile petrol taşımacılığı konularında da TPAO'nun yetkisi bulunmaktadır. Başlangıçtaki görev alanı geniş tutulan TPAO, 233 sayılı KHK kapsamında iktisadi devlet teşekkülü olarak yeniden yapılandırılmış, görev alanı ise arama, üretim, sondaj ve buna bağlı petrol ameliyeleri ile sınırlandırılmıştır(6327 Sayılı Kanun);

◆ DMO, 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameye tabi bir iktisadi devlet teşekkülü olup, devletin merkezi satın alma birimi olarak faaliyet göstermektedir. Faaliyet amacı, genel ve özel bütçeli idarelerin, belediyelerin, KİT'lerin, özel kanunla kurulmuş tüzel kişiliği haiz banka, Ofis, Kurum, Sandık ve Kuruluşlar ile sermayesinin yarısından fazlası bunlara ait ortaklıkların, kamu yararına çalışan derneklerin, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarının, vakıfların, özel kanunlara istinaden kurulmuş tarım satış ve tarım kredi kooperatif birliklerin kağıt, mukavva, kırtasiye ve büro malzemesi, büro makineleri motorlu taşıtlar vb. ihtiyaçlarının teminini sağlamaktır.

◆ DHMİ, Türkiye havaalanlarının işletilmesi ile Türkiye hava sahasındaki hava trafiğinin düzenlenmesi ve kontrolü görevlerini yerine getirilmektedir. 1933 yılında kurulan DHMİ, 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve Ana Statüsü çerçevesinde 1984 yılından itibaren faaliyetlerini kamu iktisadi teşebbüsü olarak sürdürmektedir. Kuruluşun ana statüsü ile belirlenen amaç ve faaliyet konuları ise; sivil havacılık faaliyetlerinin gereği olan hava taşımacılığı, havaalanlarının işletilmesi, meydan yer hizmetlerinin yapılması, hava trafik kontrol hizmetlerinin ifası, seyrüsefer sistem ve kolaylıklarının kurulması ve işletilmesi, bu faaliyetler ile ilgili diğer tesis ve sistemlerin kurulması, işletilmesi ve modern havacılık düzeyine çıkarılmasını sağlamaktır.

◆ KIYEM, denizlerimizde, iç sularımızda ve karasularımızda seyreden Türk ve yabancı bayraklı gemilerin seyir güvenliğine yardımcı olmak; kıyı emniyeti ve gemi kurtarma hizmetleri yapmak ve bunlarla ilgili cihaz ve tesisleri kurmak, işletmek; can, mal ve gemi kurtarmak, yardım, çeki, batık

* Hasılat payı gelirleri, 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun 78. maddesi uyarınca, "KİT ve Kamu Şirketlerinin gayrisafi hasılatının yüzde on beşine kadar tutarda tahsil edilerek Bütçe'ye aktarılan gelirleri" ifade etmekte olup, hasılat payı oranları Bakanlar Kurulu Kararı ile belirlenmektedir (Bakanlar Kurulu Kararları: Karar Sayısı: 2005/9916 ve 2006 /11442).

çıkartmak ve bunlarla ilgili römorkaj ve dalgıçlık hizmetlerini yapmak amacıyla kurulmuştur (Hazine Müsteşarlığı, 2009b: 4).

4. GES GELİRLERİNİN ENDEKSLENDİĞİ KİT “HASILAT PAYI GELİRLERİ”NİN BÜTÇEYE AKTARILMASI

5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu’nun 78. maddesi hükmü gereğince KİT gayrisafi hasılatının % 15’ine kadarki oranının bütçeye aktarılması gereği bulunmaktadır. Bu hükmün de ifade ettiği gibi % 15 oranı bir üst sınırı ifade etmekte olup, oranın belirlenmesi konusunda Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır. Dolayısıyla Bakanlar Kurulu üst sınır olan % 15 oranını kabul edebileceği gibi bunun altında farklı bir oran belirleme yetkisine de sahip bulunmaktadır.

Tablo 1: KİT Gayrisafi Hasılat Tutarlarının Bütçeye Gelir Kaydetme Dönem ve Oranları

KİT’in Adı	Gayrisafi Hasılatın Bütçeye Gelir Kaydedilme Dönemi	Gayrisafi Hasılat Yüzdesi (%)
TPAO	Tahakkuk ettiği ayı izleyen ayın yirmisine kadar	10
DMO	“	10
DHMİO	“	14
KIYEM	Tahakkuk ettiği ayı izleyen ayın sonuna kadar	10

Kaynak: İlgili Bakanlar Kurulu Kararına dayanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Nitekim Bakanlar Kurulu TPAO, DMO ve KIYEM için % 10, DHMİ için % 14 oranına karşılık gelen kurum gayrisafi hasılat tutarının bütçeye aktarılmasını kabul etmiştir. Bakanlar Kurulu’nun belirlemiş olduğu oranlar üzerinden hesaplanan ilgili KİT gayrisafi hasılat tutarlarının bütçeye gelir kaydedilmesinde ise, “*Tahakkuk Ettiği Ayı İzleyen Ayın Yirmisinde*” ve “*Tahakkuk Ettiği Ayı İzleyen Ayın Sonunda*” olmak üzere iki yöntem belirlenmiştir.

Tablo 1’de görüldüğü üzere, TPAO, DHMİ, DMO’ya ait gayrisafi hasılat tutarları, tahakkuk ettikleri ayı izleyen ayın yirmisine kadar bütçeye aktarılırken; GES getirilerinin endekslendiği diğer bir kurum olan KIYEM’in gayrisafi hasılat tutarları ise tahakkuk ettiği ayı izleyen ayın sonuna kadar bütçeye gelir kaydedilmektedir.

5. GES’İN TÜRLERİ VE ÖZELLİKLERİ

GES’ler “TL Cinsi” ve “Döviz Cinsi” olmak üzere iki tipte çıkarılmış olup, vade ve kupon ödeme dönemlerine ilişkin bilgiler Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2: GES'in Türlerine Göre Özellikleri

GES Türü	Vadesi	Kupon Ödeme Dönemleri
TL Cinsi	3 Yıl	3 Ayda Bir
Döviz Cinsi (USD \$)	3 Yıl	6 Ayda Bir

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablodan da izlendiği üzere TL cinsi senetler 3 yıl vadeli olup, kupon ödemesi 3 ayda bir yapılacaktır. Döviz cinsi senetler ise US Doları üzerinden çıkarılmış ve 3 yıl vadeli olup, 6 ayda bir kupon ödemesi yapılacaktır.

GES'in özelliklerini ise genel olarak aşağıdaki kapsamda değerlendirmek mümkündür:

i) “Azami Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” Esasının Geçerliliği

Daha önce ifade ettiğimiz üzere, 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanununun 78. maddesinde yer alan “*KİT gayrisafi hasılatının % 15'ine kadarki oranının Bütçeye aktarılması*” hükmü gereğince, Bakanlar Kurulu % 15'lik üst sınırı aşmamak üzere kendisine verilen yetkiyi kullanarak, ilgili KİT gayrisafi hasılat gelirlerinin Bütçeye aktarılmasına ilişkin oranlarını belirlemiş ve TPAO, DMO ve KIYEM için gayrisafi hasılatlarının % 10'u, DHMİ için ise gayrisafi hasılatının % 14'ünün bütçeye aktarılmasını kabul etmiştir.

Ancak GES getirilerinin hesaplanmasında söz konusu gayrisafi hasılat tutarları tek başına belirleyici değildir. Çünkü Bütçe Kanunu'nda 2009, 2010 ve 2011 yılları için açıklanan “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” GES getirilerinin azami gelir sınırını oluşturmaktadır. GES'in kupon ödemelerinde esas alınacak “Tahmini Azami Hasılat Payı Gelirleri” ise Bütçe Kanununda, 2009 için 300.725 milyon TL, 2010 için 312.911 milyon TL, 2011 için 332.972 milyon TL olarak yer almış bulunmaktadır. Bunun anlamı Bütçeye aktarılan KİT gayrisafi hasılat tutarlarının, Bütçe Kanunu'nda yer alan azami “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri”nin üzerinde olması durumunda, azami tahmini tutarların esas alınması gerekliliğidir.

ii) “Asgari Gelir Getiri Garantisi” Bulunması

GES için azami gelir sınırının yanı sıra, “Asgari Gelir Getiri Garantisi” özelliği bulunmaktadır. “Asgari Gelir Getiri Garantisi”nin hesaplanmasında ise azami gelir sınırından faydalanılacaktır. Diğer bir ifadeyle, TL cinsi senet için her bir kupon döneminde öngörülen azami gelir sınırının yüzde 90'ı, Dolar cinsi senetler içinse azami gelir sınırının yüzde 95'i “Asgari Gelir Getiri Garantisi”ni oluşturacaktır. Söz konusu senetlere uygulanacak asgari gelir garantisi sayesinde yatırımcının gelir payındaki değişimden olumsuz etkilenmesinin önlenmesi hedeflenmiştir.

iii) Senetin Asgari ve Azami Getiri Sınırları Arasında Dalgalanabilmesi

GES getirisinin senet başına asgari getiri sınırının altında kalması durumunda asgari getiri, azami gelir sınırını aşması durumunda ise ancak azami gelir sınırı tutarında ödeme yapılacaktır. Bu iki sınırın arasında bir getiri tutarının bulunması durumunda ise bu tutar geçerli olacaktır. İzleyen bölümde bu sınırları oluşturan tutarlar senet başına, “TL cinsi” ve “US Doları Cinsi” olmak üzere ayrı ayrı hesaplanmıştır.

iv) GES, İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında İşlem Görebilmesi

GES için öngörülen önemli özelliklerden birisi de İMKB tahvil ve bono piyasasında işlem görebilecek olmasıdır. Bilindiği gibi finansal ve mali araçların ihracındaki başarının önemli şartlarından birisi de genişliği ve derinliği bulunan ikincil bir piyasanın varlığıdır. Birincil piyasadan bir finansal ve mali aracı satın alan yatırımcı için, söz konusu araçların hızlı ve kolay bir şekilde nakde çevirebilmesi, diğer bir söylemle likit olması önemlidir. Bu bakımdan GES’in İMKB gibi önemli bir ikincil piyasada işlem göreceği ona önemli bir avantaj sağlamaktadır. GES’in gerek likit olması ve gerekse böyle bir ikincil piyasa aracılığıyla arz ve talebinin canlı tutulmasının sonucu olarak da alım ve satımlarda gerçek piyasa fiyatının hakim olması mümkün olabilecektir.

6. KUPON ÖDEME DÖNEMLERİ İTİBARIYLA SENET BAŞINA ASGARİ VE AZAMI GETİRİ TUTARLARININ HESAPLANMASI

Yukarıda ifade edildiği üzere GES’ler “TL Cinsi” ve “US Doları Cinsi” olmak üzere iki türde çıkarılmış olup, TL cinsi senetler 3 yıl vadeli ve 3 ayda bir kupon ödemeli, US Doları cinsi senetler ise 3 yıl vadeli ve 6 ayda bir kupon ödemelidir. Aşağıda her iki tür senetlere ilişkin asgari ve azami getiri tutarlarının hesaplamalarına yer verilecektir.

6.1. “TL Cinsi” Senetlere İlişkin Asgari ve Azami Getiri Tutarlarının Hesaplanması

GES’in kupon ödemelerinde esas alınacak “Azami Tahmini Hasılat Payı Tutarları”, Bütçe Kanunu’nda 2009 için 300.725.000 TL, 2010 için 312.911.000 TL, 2011 için 332.972.000 TL olarak yer almıştır. Buna göre her bir üçer aylık kupon ödeme döneminde “TL Cinsi” senetler için asgari ve azami getiri tutarları aşağıda hesaplanmış ve daha sonra tablo aracılığıyla topluca gösterilmiştir.

6.1.1. 2009 Yılı Asgari ve Azami Getiri Tutarlarının Hesaplanması

Bütçe Kanunu’nda 2009 yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarı 300.725.000 TL olarak belirlendiği için, buna ilişkin üçer aylık kupon ödemelerinin TL cinsi senetler için asgari ve azami getiri tutarları 06.05.2009, 05.08.2009 ve 04.11.2009 ve 03.02.2010 üçer aylık kupon ödeme dönemleri için şu şekilde hesaplanmaktadır:

Toplam İhraç Tutarı [†]		1.890.000.000 TL
1 Adet Senedin Tutarı		100 TL
İhraç Edilecek Senet Adedi		18.900.000 Adet.
Bütçe Kanununda 2009 Yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” Tutarı		300.725.000 TL.
Senet Başına Yıllık Azami Getiri Tutarı	=300.725.000 TL / 18.900.000 Ad.	= 15,91 TL/Adet
Senet Başına Günlük Azami Getiri Tutarı	= 15,91 TL / 381 Gün [‡]	= 0,041 TL/1Gün
Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı	= 0,041 TL x 97 [§] Gün	= 3,98 ^{**} TL

Yukarıda da görüldüğü üzere, Bütçe Kanunu’nda yer alan 2009 yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarı olan 300.725 TL’nin senet adedine bölünmesi sonucunda ortaya çıkan 15,91 TL’lik tutar, senet başına yıllık azami getiri tutarını ifade etmekte olup, bu tutarın 381 güne bölünmesi sonucu ise günlük azami getiri tutarı 0,041 TL olarak bulunmaktadır. Kupon ödemelerinin üçer aylık dönemler itibarıyla yapılması sebebiyle her bir kupon dönemine ilişkin “Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı” ise 3,98 TL olmaktadır.

Yukarıda bulunan 3,98 TL’lik azami getiri tutarının % 90’ı, garanti edilen asgari getiri tutarı olduğu için; $3,98 \times 0,90 = 3,58$ TL’lik tutar da senet başına asgari garanti edilmiş kupon ödeme tutarını oluşturacaktır.

Böylece Bütçe Kanunu’ndaki 2009 yılı Tahmini Azami Hasılat Payı Gelirleri’nden yararlanarak hesaplanan ve 06.05.2009, 05.08.2009 ve 04.11.2009 ve 03.02.2010 üçer aylık kupon ödeme dönemlerinde ödenecek senet başına azami ve asgari getiri tutarları 3,58 ile 3,98 aralığında dalgalanabilecektir.

6.1.2. 2010 Yılı Asgari ve Azami Getiri Tutarlarının Hesaplanması

Bütçe Kanunu’nda 2010 yılı için belirlenen 312.911.000 TL’lik “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarından yararlanarak 05.05.2010, 04.08.2010, 03.11.2010 ve 02.02.2011 kupon ödeme dönemlerine ilişkin senet başına asgari ve azami getiri tutarları da aşağıdaki şekilde bulunacaktır.

[†] İhraç tutarının tamamının “TL Cinsi” senetler için yapıldığı varsayılmıştır.

[‡] Hazine Müsteşarlığı’nın yayınlamış olduğu “Günlük Referans Getirileri Tablosu”ndan da izlendiği üzere günlük asgari ve azami getiri tutarlarının bulunmasında 1 yıl (365 gün) değil, GES’in ihraç tarihi olan 28.01.2009 tarihi ile dördüncü dönem kupon ödeme tarihi olan 03.02.2010 tarihleri arasındaki 381 gün esas alınmıştır.

[§] 2009 yılı kupon ödeme dönemlerinin gün olarak farklılık göstermesi sebebiyle senet başına azami getiri tutarlarının dört kupon ödeme dönemi için de aynı tutarda bulunması için toplam 388 günün ortalaması olan 97 günün hesaplamaya esas alındığı görülmektedir ($388/4 = 97$ gün şeklinde).

^{**} 29.01.2009- 03.02.2010 tarihleri arasında 06.05.2009, 05.08.2009, 04.11.2009 ve 03.02.2010 tarihlerinde yapılacak kupon ödemelerinde esas alınacak azami getiri tutarlarını ifade etmektedir.

Bütçe Kanunu'nda 2010 Yılı "Tahmini Hasılat Payı Gelirleri" Tutarı 312.911.000TL.

Senet Başına Yıllık Azami Getiri Tutarı	=312.911.000 TL / 18.900.000 Ad.	= 16,56 TL/Adet
Senet Başına Günlük Azami Getiri Tutarı	= 16,56 TL / 374 Gün	= 0,044 TL/1Gün
Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı	= 0,044 TL x 94 ^{††} Gün	= 4,14 ^{‡‡} TL

2009 yılı hesaplamalarında olduğu gibi, 2010 yılı için yapılan hesaplamalardan da izleneceği üzere 2010 yılı "Tahmini Hasılat Payı Gelirleri" tutarından yararlanarak sırasıyla senet başına yıllık azami getiri tutarı 16,56 TL, senet başına günlük azami getiri tutarı 0,044 TL ve "Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı" ise 4,14 TL olarak bulunmaktadır. "Senet Başına Asgari Getiri Tutarı" ise, $4,14 \times 0,90 = 3,73$ TL olmaktadır.

Sonuç olarak, 2010 yılı Tahmini Azami Hasılat Payı Gelirlerinden yararlanarak hesaplanan ve 05.05.2010, 04.08.2010, 03.11.2010 ve 02.02.2011 üzer aylık kupon ödeme dönemlerinde ödenecek senet başına azami ve asgari getiri tutarlarının da böylece 3,73 ile 4,14 aralığında hareket edebileceği görülmektedir.

6.1.3. 2011 Yılı Asgari ve Azami Getiri Tutarlarının Hesaplanması

TL cinsi senetler için son olarak 2011 yılı "Tahmini Hasılat Payı Gelirleri" tutarından yararlanarak üzer aylık kupon ödemelerine baz teşkil edecek olan ve 04.05.2011, 03.08.2011, 02.11.2011 ve 01.02.2012 üzer aylık dönemlerinde ödenecek asgari ve azami getiri tutarlar da aşağıdaki gibi olacaktır.

^{††} 2010 yılına ait dört dönemin toplamı olan 374 günün ortalamasıdır.

^{‡‡} 04.02.2010 – 02.02.2011 tarihleri arasında 05.05.2010, 04.08.2010, 03.11.2010 ve 02.02.2011 tarihlerinde yapılacak Kupon Ödemelerinde esas alınacak azami getiri tutarlarını ifade etmektedir.

Bütçe Kanununda 2011 Yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” Tutarı
332.972.000 TL.

Senet Başına Yıllık Azami Getiri Tutarı	=332.972.000 TL / 18.900.000 Ad.	= 17,62 TL/Adet
Senet Başına Günlük Azami Getiri Tutarı	= 17,62 TL / 374 Gün	= 0,047 TL/1Gün
Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı	= 0,047 TL x 93,5 ^{§§} Gün	= 4,40 ^{***} TL

2011 yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarından yararlanarak bulunan “Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı”nın yukarıda hesaplandığı üzere 4,40 TL, senet başına asgari getiri tutarının ise $4,40 \times 0,90 = 3,96$ TL olduğu görülmektedir.

Sonuç itibariyle 04.05.2011, 03.08.2011, 02.11.2011 ve 01.02.2012 üçer aylık dönemlerinde ödenecek senet başına asgari ve azami gelir sınırı tutarları ise böylece 3,96 ve 4,40 TL aralığında belirmiş olmaktadır.

TL cinsi senetlerin anapara ödemesi son kupon ödeme tarihi olan 01.02.2012 tarihinde yapılacağından bu tarih itibariyle yatırımcıya senet bazında minimum $100 \text{ TL} + 3,96 = 103,96$ ve maksimum $100 \text{ TL} + 4,40 = 104,40$ TL veya gerçekleşen hasılat payına göre bu iki sınırın arasında bir ödeme yapılacaktır.

3 yıl ve üçer aylık vadelerle ihraç edilen TL cinsi senetlere ilişkin yukarıda yapmış olduğumuz hesaplamaları topluca tablo aracılığı ile aşağıdaki şekilde göstermek mümkündür.

^{§§} 2011 yılına ait dört dönemin toplamı olan 374 günün ortalamasıdır.

^{***} 03.02.2001 – 01.02.2012 tarihleri arasında 04.05.2011, 03.08.2011, 02.11.2011 ve 01.02.2012 tarihlerinde yapılacak Kupon Ödemelerinde esas alınacak azami getiri tutarlarını ifade etmektedir).

Tablo 3: TL Cinsi Senetlerin İhracına İlişkin Asgari ve Azami Getiri Tutarları

Hesaplamaya Esas Teşkil Eden Bütçe Kanunu Tahmini Hasılat Paylarının Yılı ve Tutarları	Senet Başına Asgari Getiri Tutarı	Senet Başına Azami Getiri Tutarı	Senet Başına Azami ve Asgari Getiri Sınırları	Kupon Ödeme Tarihleri
2009 Yılı, 300.725.000 TL	3,58	3,98	$3,58 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,98$	06.05.2009 (98 Gün)
“	3,58	3,98	“	05.08.2009 (91 Gün)
“	3,58	3,98	“	04.11.2009 (101 Gün)
“	3,58	3,98	“	03.02.2010 (91 Gün)
2009 Yılı Toplamları	14,32	15,92	$14,32 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 15,92$	381 Gün^{†††}
2010 Yılı, 312.911.000 TL	3,73	4,14	$3,73 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 4,14$	05.05.2010 (91 Gün)
“	3,73	4,14	“	04.08.2010 (91 Gün)
“	3,73	4,14	“	03.11.2010 (91 Gün)
“	3,73	4,14	“	02.02.2011 (101 Gün)
2010 Yılı Toplamları	14,92	16,56	$14,92 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 16,56$	374 Gün
2011 Yılı, 332.972.000 TL	3,96	4,40	$3,96 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 4,40$	04.05.2011 (91 gün)
“	3,96	4,40	“	03.08.2011 (91 gün)
“	3,96	4,40	“	02.11.2011 (101 gün)
“	3,96	4,40	“	01.02.2012 (91 gün)
2011 Yılı Toplamları	15,84	17,60	$15,84 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 17,60$	374 Gün

^{†††} GES ihraç tarihinin 29.01.2009 tarihinde yapılması sebebiyle üçer aylık dönemlerin gün olarak toplamı farklılık göstermektedir. Diğer taraftan yıllar itibariyle son kupon ödeme tarihleri izleyen yıllara sarktığı için hesaplara esas teşkil eden gün sayısı 365 günü aşmaktadır. Örnek olması açısından 2009 yılı hesaplamalarına temel oluşturan gün sayısını şu şekilde hesaplamak mümkündür. Birinci Kupon Ödeme Dönemi 98 gün (29.01.2009 ile 06.05.2009 tarihleri arası); İkinci Kupon Ödeme Dönemi 91 Gün (07.05.2009–05.08.2009 tarihleri arası); Üçüncü Kupon Ödeme Dönemi 101 Gün (06.08.2009–04.11.2009 tarihleri arası); Dördüncü Kupon Ödeme Dönemi 91 Gün (05.11.2009-03.02.2010 tarihleri arası). Dört dönemin gün sayılarını topladığımızda hesaplamaya esas teşkil eden toplam gün sayısı 388 gün olarak bulunmuş olmaktadır.

Kaynak: Tahmini Hasılat Payı Gelirleri ve Kupon Ödeme tarihleri Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak, diğer bilgiler ise tarafımızdan yapılan hesaplamalara dayanılarak, tarafımızca hazırlanmıştır. Asgari ve azami getiri tutarları Hazine Müsteşarlığı tanıtım broşüründe hesaplanmadan sadece tutar olarak verilmiş olup, bu sebeple çalışmamızda söz konusu tutarların önce hesaplaması yapılmış, ardından bulunan tutarlar tabloya aktarılmıştır.

Tablo 3’de Bütçe Kanunu’ndaki “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri”nden yararlanılarak bulunan senet başına asgari ve azami getiri tutarları ile gerçekleşen KİT gayrisafi hasılat tutarlarının farklı olması durumunda, getiri tutarlarının dalgalanabileceği sınırlar gösterilmiştir. Son sütunda ise kupon ödemelerine ilişkin tarihlere yer verilmiştir. Tablodaki verileri genel olarak değerlendirdiğimizde;

* GES getirilerinin hesaplanmasında dayanak teşkil eden Bütçe Kanununda yer verilen “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” üzerinden hesaplanan senet başına asgari ve azami getiri tutarları;
06.05.2009 -03.02.2010 döneminde 3,58 TL ile 3,98 TL,
05.05.2010-02.02.2011 döneminde 3,73 TL ile 4,14 TL,
04.05.2011-01.02.2012 döneminde 3,96 ile 4,40 TL olarak hesaplanmış olup, Bütçeye aktarılan ve gerçekleşen KİT gayrisafi hasılat tutarlarının, “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri”nden farklı bir tutarda gerçekleşmesi durumunda ise asgari ve azami tutarlar arasında olmak kaydıyla, daha farklı bir getiri tutarı söz konusu olabilecektir.

* Senet başına getiri tutarının asgari sınırın altında kalması durumunda, asgari kupon ödeme getiri tutarı (dönemine göre 3,58; 3,73 veya 3,96 TL) esas alınacaktır.

* Senet başına getiri tutarının azami getiri sınırının üzerinde olması durumunda ise, azami kupon ödeme getiri tutarı (dönemine göre 3,98; 4,14 ve 4,40) esas alınacaktır.

* Son kupon ödeme tarihi olan 01.02.2012 tarihinde getiri tutarının yanı sıra, anapara ödemesi de yapılarak yatırımcıya olan borç kapatılmış olacaktır.

* Yatırımcıların senet başına yıllık elde edecekleri toplam asgari getiri tutarları 2009, 2010 ve 2011 yılları itibariyle sırasıyla 14,32 TL, 14,92 TL ve 15,84 TL’den az olmayacaktır.

* Yatırımcıların senet başına yıllık elde edecekleri toplam azami getiri tutarları ise 2009, 2010 ve 2011 yılları itibariyle sırasıyla 15,92 TL, 16,56 TL ve 17,60 TL’yi aşmayacaktır. KİT gayrisafi hasılatlarının Bütçe Kanunu’ndaki “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarlarından farklı olması durumunda, toplam kupon ödeme tutarları, toplam asgari

tutardan az olmamak ve toplam azami tutarı aşmamak üzere bu iki tutar arasında dalgalanabilecektir.

6.2. “US Doları Cinsi” Senetlere İlişkin Asgari ve Azami Getiri Tutarlarının Hesaplanması

US Doları cinsi senetlerin getirileri hesaplanırken, kupon ödeme tarihindeki T.C Merkez Bankası tarafından açıklanan gösterge niteliğindeki döviz satış kuru kullanılarak, kupon ödemelerine baz oluşturan Bütçe Kanunu “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri”nin US Doları karşılığı bulunacaktır.

•Buna göre ilk kupon ödeme tarihi olan 05.08.2009 tarihinde yapılacak olan asgari ve azami getiri tutarlarını aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür;

•Bütçe Kanunu’nda 2009 yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarının USD Karşılığı 185.758.848 USD (300.725.000/1,6189)

•İhraç Edilecek Senet Adedi 30.000.000 Adet

Senet Başına Yıllık Azami Getiri Tutarı	=185.758.848 USD/30.000.000 Ad.	= 6,19 USD/Adet
Senet Başına Günlük Azami Getiri Tutarı	= 6,19 USD / 365 Gün	=0,017USD/1Gün
Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı	= 0,017 USD x 189 Gün	= 3,20 USD

2009 yılı “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” tutarına karşılık gelen 185.758.848 USD’nin senet adedine bölünmesi sonucu bulunan 6,19 USD’lik tutar senet başına yıllık azami getiri tutarını, bu tutarın toplam gün sayısına bölünmesi ile de günlük azami getiri tutarı olan 0,017 USD bulunmaktadır. Kupon ödemelerinin altışar aylık dönemler itibariyle yapılması sebebiyle de her bir kupon ödeme dönemine ilişkin “Senet Başına Dönemsel Azami Getiri Tutarı” ise 3,20 USD olarak bulunmaktadır.

3,20 USD’lik azami getiri tutarının % 95’i garanti edilen asgari kupon ödeme tutarı olduğu için; 05.08.2009 tarihinde $3,20 \times 0,95 = 3,04$ USD ve 03.02.2010 tarihinde $3,08 \times 0,95 = 2,93$ USD’lik tutarlar da senet başına asgari garanti edilmiş kupon ödeme tutarını ifade etmektedir.

Üç yıl vade ve altı ayda bir kupon ödemeli olarak ihraç edilen USD cinsi senetlere ilişkin olarak yukarıdaki ilk kupon ödeme dönemi için yapılan hesaplamaları diğer kupon ödeme dönemleri için de hesapladığımızda, dönemler itibariyle gerçekleşen tutarları aşağıdaki tablo aracılığıyla izlemek mümkündür.

Tablo 4’de, Bütçe Kanunu’nda yer alan “Tahmini Hasılat Payı Gelirleri” ve kupon ödeme tarihindeki T.C. Merkez Bankası tarafından açıklanan gösterge niteliğindeki döviz satış kurundan yararlanarak USD cinsi senetlerin asgari ve azami tutarları ve kupon ödeme tarihleri gösterilmiştir. Bu veriler ışığında tablodaki verileri aşağıdaki şekilde değerlendirmek mümkündür.

* GES getirilerinin senet başına 6 aylık getirilerinin asgari ve azami tutarları;

05.08.2009 kupon ödeme döneminde 3,04 USD ve 3,20 USD,
03.02.2010 kupon ödeme döneminde 2,93 USD ve 3,08 USD,
04.08.2010 kupon ödeme döneminde 3,05 USD ve 3,21 USD,
02.02.2011 kupon ödeme döneminde 2,97 USD ve 3,12 USD,
03.08.2011 kupon ödeme döneminde 3,19 USD ve 3,35 USD,
01.02.2012 kupon ödeme döneminde 3,10 USD ve 3,27 USD,

olarak hesaplanmış olup, bütçeye aktarılan ve gerçekleşen KİT gayrisafi hasılat tutarlarının USD karşılığının, kupon ödeme tarihindeki T.C Merkez Bankası tarafından açıklanan gösterge niteliğindeki döviz satış kurundan yararlanarak bulunan Tahmini Hasılat Payı Gelirlerinin USD karşılıklarından farklı bir tutarda gerçekleşmesi halinde, kupon ödemelerine esas olan getiri tutarı, asgari ve azami tutarlar arasında olmak kaydıyla, farklı bir tutar da olabilecektir.

Tablo 4: US Doları Cinsi Senetlerin İhracına İlişkin Asgari ve Azami Getiri Tutarları

Hesaplamaya Esas Teşkil Eden Bütçe Kanunu Tahmini Hasılat Paylarının Yılı ve Tutarları	Senet Başına Asgari Gelir Tutarı	Senet Başına Azami Gelir Tutarı	Senet Başına Azami ve Asgari Getiri Sınırı	Ödeme Tarihleri
2009 Yılı, 300.725.000 TL	3,04	3,20	$3,04 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,20$	05.08.2009 (189 Gün)
“	2,93	3,08	$2,93 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,08$	03.02.2010 (192 Gün)
2009 Yılı Toplamları	5,97	6,28	$5,97 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 6,28$	381 Gün
2010 Yılı, 312.911.000 TL	3,05	3,21	$3,05 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,21$	04.08.2010 (182 Gün)
“	2,97	3,12	$2,97 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,12$	02.02.2011 (192 Gün)
2010 Yılı Toplamları	6,02	6,33	$6,02 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 6,33$	(374 Gün)
2011 Yılı, 332.972.000 TL	3,19	3,35	$3,19 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,35$	03.08.2011 (182 Gün)
“	3,10	3,27	$3,10 \geq$ Senet Başına Getiri Tutarı $\leq 3,27$	01.02.2012 (192 Gün)
2011 Yılı Toplamları	6,29	6,62	$6,29 \geq$ Senet Başına Toplam Getiri Tutarı $\leq 6,62$	(374 Gün)

Kaynak: Tahmini Hasılat Payı Gelirleri ve kupon ödeme tarihleri Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak, diğer bilgiler ise Hazine Müsteşarlığı'nda yer alan tutarlarla mutabakatı yapılarak tarafımızdan yapılan hesaplamalara dayanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

* Her bir kupon ödeme döneminde senet başına getiri tutarının, asgari sınırın altında kalması durumunda, asgari kupon ödeme getiri tutarı (dönemine göre 3,04; 2,93; 3,05; 2,97; 3,19; 3,10 USD) geçerli olacaktır.

* Her bir kupon ödeme döneminde senet başına getiri tutarının azami sınırın üzerinde olması durumunda, azami kupon ödeme getiri tutarı (dönemine göre 3,20; 3,08; 3,21; 3,12; 3,35; 3,27 USD) geçerli olacaktır.

* Son kupon ödeme tarihi olan 01.02.2012 tarihinde getiri tutarından başka, anapara ödemesi de yapılarak yatırımcıya olan borç kapatılmış olacaktır.

* Yatırımcıların senet başına yıllık elde edecekleri toplam asgari getiri tutarları 2009, 2010 ve 2011 yılları itibariyle sırasıyla 5,97; 6,02; 6,29 USD'den az olmayacaktır.

* Yatırımcıların senet başına yıllık elde edecekleri azami toplam getiri tutarları ise 2009, 2010 ve 2011 yılları itibariyle sırasıyla 6,28; 6,33; 6,62 USD'nin üzerinde olamayacaktır. KİT gayrisafi hasılatlarının Bütçe Kanunu'ndaki "Tahmini Hasılat Payı Gelirleri" tutarlarından farklı olması durumunda, toplam kupon ödeme tutarları, asgari tutardan az olmamak ve azami tutarı aşmamak üzere bu iki tutar arasında dalgalanabilecektir.

7. HEDEFLENEN VE GERÇEKLEŞEN İHRAÇ TUTARLARI

Tablo 5'de görüleceği üzere, Hazine Müsteşarlığı'nın GES için öngörmüş olduğu hasılat tutarı nominal 1.890 Milyon TL'dir. TL cinsi senetlerin her birinin nominal değerinin 100 TL, Dolar cinsi senetlerin ise her birinin nominal 100 USD değerinde olması öngörülmüştür (Hazine Müsteşarlığı, 2009b:2).

Hazine Müsteşarlığı'nın 28 Ocak 2009 tarih ve 2009/16 Sayılı Basın Duyurusu'nda 28 Ocak 2009 tarihinde bankalar aracılığıyla yapılan doğrudan satış yöntemiyle gerçekleştirilen fiili satış tutarlarının ise TL cinsi senetler için 420,7 Milyon TL, USD Doları Cinsi Senetler için ise 49,1 Milyon Dolar tutarında olduğu duyurulmuştur (Hazine Müsteşarlığı, 2009c: 1).

Tablo 5: Tahmini ve Gerçekleşen GES Satışları

Tahmini Satış Tutarı (Milyon TL)	Gerçekleşen TL Satış Tutarı (Milyon TL)	Gerçekleşen USD Satış Tutarı (Milyon USD)	USD Satış Tutarının TL Karşılığı (Mio TL)*	Toplam Gerçekleşen Satış Tutarı (Milyon TL)	Gerçekleşen/Tahmini Satış Tutarı Oranı (%)
1,890	420,7	49,1	79,49	499,56	26,43

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı'nın açıklamış olduğu tahmini hasılat tutarları ile 28.01.2009 tarihinde yapılan fiili satış tutarlarından yararlanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

*Satış işleminin yapıldığı 28.01.2009 tarihinde Merkez Bankası Döviz satış kuru olan 1 USD=1,6189 TL kuru esas alınmıştır.

49,1 Milyon US Doları tutarında gerçekleşen yabancı para cinsinden satışın 28.01.2009 tarihi itibariyle döviz satış kurundan TL'ye çevrilmesi sonucu bulunan 79,49 Milyon TL'lik satışla birlikte, toplam satışlar 499,56 Milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

TL Cinsi ve US Doları Cinsi satışların toplanmasıyla bulunan 499,56 Milyon TL'lik toplam gerçekleşen satış tutarının, tahmini satış tutarına bölünmesi sonucu bulunan oran ise % 26,43'dür. Diğer bir ifadeyle gerçekleşen satış tutarının tahmini satış tutarına oranının % 26,43 olduğu görülmektedir.

8. SONUÇ VE ÖNERİLER

Devletler açısından kamu gelirlerinin klasik kaynağını oluşturan vergilerin yanı sıra, resim, harç, parafiskal gelirler, mülk ve teşebbüs gelirleri, vergi cezaları, iç ve dış borçlanmalar gibi geniş anlamda kamu geliri sayılabilecek kaynaklar da bulunmaktadır. Bu gelirlere ek olarak ülkemiz açısından yeni bir kamusal finansman aracı olarak kabul edilebilecek olan Gelire Endeksli Senetlerin (GES) ihracı gerçekleştirilmiş bulunmaktadır. Bu bağlamda GES'i, getirileri KİT'lerden elde edilen ve bütçeye aktarılan hasılat paylarına endekslenmek suretiyle oluşturulan senetler olarak tanımlamak mümkündür.

2009 yılı "Hazine Finansman Programı"nda öngörülen yeni borçlanma enstrümanlarının ihraç edilebileceğine ilişkin olarak, 2008 yılının aralık ayında yapılan kamuoyu duyurusu GES ihracının dayanağını oluşturmuştur. 26 ve 27 Ocak 2009 tarihleri itibarıyla bankalar aracılığıyla yapılan talep toplama işleminin arkasından 28 Ocak 2009 tarihinde bankalara doğrudan satış yöntemi ile ihraç işlemi gerçekleştirilmiş bulunmaktadır.

GES'nin çıkarılış amaçları arasında yer alan finansman araçlarının çeşitlendirilmesi amacı doğal olarak kamu gelirleri içerisinde bugüne kadar varolan geleneksel finansman kaynaklarının alternatifi değil fakat tamamlayıcısı olan yeni bir kamusal finansman aracı olarak GES'leri gündeme getirmiştir. Bu senetler aracılığı ile de diğer amaçlar arasında yer alan DİBS'in yatırımcı tabanının geliştirilmesi ve yurtiçi tasarrufların artırılması hedeflenmiş bulunmaktadır. Son iki amacı birlikte değerlendirdiğimizde devletin daha önceden çıkarmış olduğu borçlanma enstrümanlarını çok fazla tercih etmeyen yatırımcıların, yatırıma dönüşmeyen atıl fonlarının ekonomiye kazandırılması hedefi açık olarak görülmektedir. Dikkat edilecek olursa yurtiçi tasarrufların artırılması hedefi gerçekte daha önceden tasarruf edilmiş diğer bir ifadeyle gelirin biriktirilmiş şekline daha önceden dönüşmüş fonları ekonomiye kazandırma amacının öncelikli olduğunu göstermektedir. Bu noktada tasarrufların artırılması amacından çok, varolan tasarrufların atıl kalmaktan kurtarılarak kamu sektörüne aktarılacak önceliğini belirtmek gerekir. Böylece tasarruf sahiplerinin elde ettiği getiriye karşılık, devlet açısından da atıl fonların daha geniş bir yatırımcı kitlesinden ve daha uygun borçlanma maliyetleriyle kamu sektörüne aktarılması mümkün hale gelmektedir.

GES'ler borçlanma türü bir kamu gelinine benzemekle birlikte, gerçekte borçlanmadan farklılık göstermektedir. GES'de yapılan ihraçtan sonra elde edilen anapara tutarları vade sonunda yatırımcılara ödenmekle birlikte, yatırımcıların anaparaya ek olarak elde edecekleri menfaat, borçlanmadan farklı olarak belirli bir kamu kuruluşunun gelirin endekslenmiş bulunmaktadır. Söz konusu kamu kuruluşları ise KİT statüsündeki TPAO, DMO, DHMİ ve KIYEM olarak sayılmıştır. Yatırımcıların getirileri ise yukarıda saydığımız KİT statüsündeki kuruluşların bütçeye aktarılan gayri safi hasılat gelirlerine endekslenmiştir. Söz konusu hasılat payları ise TPAO, DMO ve KIYEM için

gayrisafi hasılatlarının % 10'u, DHMİ için ise gayrisafi hasılatının % 14'ünün bütçeye aktarılmasından oluşmaktadır.

Diğer taraftan GES getirilerinin hesaplanmasında söz konusu gayri safi hasılat tutarlarının tek başına belirleyici olmadığını belirtmek gerekir. Zira Bütçe Kanunu'nda 2009, 2010 ve 2011 yılları için açıklanan "Tahmini Hasılat Payı Gelirleri"nin GES getirilerinin azami gelir sınırını oluşturacağı ifade edilmiştir.

5018 Sayılı Kanun'da KİT ve kamu şirketlerinin gayri safi hasılatının yüzde on beşine kadarki tutarlarının bütçeye gelir olarak aktarılması hükmü yer almaktadır. Bu aktarıma ilişkin hasılat payı oranlarının belirlenmesinde ise Bakanlar Kurulu yetkili kılınmış bulunmaktadır. Buna göre Bakanlar Kurulu ilgili KİT ve kamu şirketlerinin gayri safi hasılatlarının %15'ini geçmemek üzere farklı bir oran belirleyebilme yetkisine de sahip bulunmaktadır. Diğer bir deyişle % 15 oranı kanunda bir üst oran olarak belirlenmiş olup, bu üst sınırın altında bir oranın belirlenmesi ise Bakanlar Kurulu'nun serbestisine bırakılmıştır. Nitekim Bakanlar Kurulu'nun da bu konudaki yetkisini kullandığı görülmektedir. TPAO için gayrisafi hasılatın %10'unu, DHMİ için % 14'ünü, DMO için % 10'unu ve KIYEM için % 10'unu bütçeye gelir kaydetmeleri öngörülmüştür.

KİT ve kamu şirketlerinin gayri safi hasılatlarının bütçeye aktarılmasında, 5018 Sayılı Kanundaki üst sınır ve Bakanlar Kurulu'nun belirlemiş olduğu oranları karşılaştırdığımızda Bakanlar Kurulunun belirlediği oranların üst limitin altında (% 15, % 14 ve % 10 şeklinde) belirlendiği görülmektedir. Bu durum özellikle kupon ödemelerine esas teşkil edecek olan gayrisafi hasılatların ve dolayısıyla asgari ve azami sınırlar içerisinde kalacak şekilde kupon ödeme tutarlarının değişmesinde yol açacaktır. Örneğin Bütçe Kanunu'nda 2009, 2010 ve 2011 yılları için belirlenmiş olan azami hasılat payı tutarları sırasıyla 300,725, 312,911 ve 332,972 milyon TL olarak belirlenmiş olup, asgari kupon garantisi olan 3,58 TL (TL cinsi senet için ihraç aşamasında her bir kupon döneminde öngörülen azami kupon ödemesinin % 90'ı, USD cinsi senet için senedin ihraç aşamasında her bir kupon döneminde öngörülen azami kupon ödemesinin % 95'i) ile azami kupon ödeme sınırı olan 3,98 TL arasındaki sınırın belirlenmesi konusunda oran değişikliği yapmak suretiyle Bakanlar Kurulunun yetkili olduğu açık olarak görülmektedir.

Genel olarak değerlendirdiğimizde GES'in özelliklerini aşağıdaki hususlar çerçevesinde değerlendirmek mümkündür:

* Yukarıda ifade ettiğimiz gibi GES getirileri KİT statüsündeki dört adet kamu kuruluşunun bütçeye aktarılan gayrisafi hasılat gelirlerine endekslenmekle birlikte, yatırımcıların getirilerinin belirlenmesinde bir başka önemli kriter GES'in kupon ödemelerinde esas alınacak Bütçe Kanunu'nda yer alan "Tahmini Azami Hasılat Payı Gelirleri"dir. Söz konusu gelirler ise Bütçe Kanunu'nda, 2009 için 300.725 milyon TL, 2010 için 312.911 milyon TL, 2011 için 332.972 Milyon TL olarak yer almış bulunmaktadır. Bunun anlamı bütçeye

aktarılan dört adet KİT'in gerçekleşen gayrisafi hasılat tutarlarının Bütçe Kanununda belirtilen azami tutarların üzerinde olması durumunda, azami tutarların esas alınması gerekliliğidir. Bu durumda senet başına azami gelir tutarının, kupon ödemelerinde üst sınırı oluşturduğu söylenebilir. Bu tutarlardan yararlanarak ilgili bölümde yapılan hesaplamalara göre senet başına azami getiri tutarları 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla TL cinsi senetler için 3,98 TL, 4,14 TL ve 4,40 TL; USD Doları cinsi senetler için ise 2009 yılı ilk altı aylık dönemde 3,20 \$, ikinci altı aylık dönemde 3,08 \$; 2010 yılı ilk altı aylık dönemde 3,21 \$, ikinci altı aylık dönemde 3,12 \$; 2011 yılı ilk altı aylık dönemde 3,35 \$, ikinci altı aylık dönemde 3,27 \$ olarak hesaplanmıştır.

* GES getirilerinin hesaplanmasında her bir kupon döneminde azami gelir sınırının yanı sıra aynı zamanda, asgari gelir getiri garantisi de öngörülmüştür. Bunun anlamı ise bütçeye aktarılan dört adet KİT'in gerçekleşen gayrisafi hasılat tutarlarının, Bütçe Kanunu'nda belirtilen Tahmini Hasılat Payları'ndan daha farklı ve düşük olması durumunda, asgari tutarların esas alınması gerekliliğidir. Bu durumda, senet başında asgari gelir garantisi tutarının, kupon ödemelerinde alt sınırı oluşturduğu söylenebilir. Böyle bir uygulamanın esas nedeni yatırımcının gelir payındaki değişimden olumsuz etkilenmemesinin garanti altına alınmak istenmesinden kaynaklanmaktadır.

Bütçe Kanunu'ndaki Tahmini Hasılat Payı tutarlarından yararlanarak ilgili bölümde yapılan hesaplamalara göre senet başına asgari gelir tutarları 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla TL cinsi senetler için 3,58 TL, 3,73 TL ve 3,96 TL; USD Doları cinsi senetler için ise 2009 yılı ilk altı aylık dönemde 3,04 \$, ikinci altı aylık dönemde 2,93 \$; 2010 yılı ilk altı aylık dönemde 3,05 \$, ikinci altı aylık dönemde 2,97 \$; 2011 yılı ilk altı aylık dönemde 3,19 \$, ikinci altı aylık dönemde 3,10 \$ olarak hesaplanmıştır.

Böylece GES'e ilişkin senet başına asgari ve azami gelir tutarlarının ortaya konulmasından sonra gerçekleşen KİT gayrisafi hasılatının Bütçe Kanunu Tahmini Hasılat Payları'ndan farklı olması durumunda getirilerin bu sınırların dışına çıkamayacağı, diğer bir deyişle bu sınırlar arasında hareket edebileceği anlaşılmaktadır.

* GES için sağlanan özelliklerden bir diğeri, söz konusu senetlerin İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görebilmesi imkanının getirilmiş olmasıdır. Böylece senetlerin bu piyasada işlem görerek kolaylıkla nakde dönüştürülebilmesi imkanı sağlanmış olmaktadır. İMKB gibi önemli bir ikincil piyasada işlem göreceği olması sonuçta GES için önemli bir avantaj teşkil etmektedir.

* GES'in teminat olarak kabul edilebilmesi diğer önemli bir özelliğini oluşturmaktadır. Buna göre kamu kurumlarının yapacakları ihale ve sözleşmelerde ve Hazine tarafından milli emlak bedelleri ödenirken bu senetler teminat olarak kabul edilebilecektir.

Genel olarak değerlendirdiğimizde, kamu maliyesinde yeni bir finansal araç olarak kabul edilebilecek olan GES'ye ilişkin yatırımcı açısından en kârlı

durum, kupon ödemelerinin senet başına azami gelir tutarını oluşturan üst sınırdan yapılması ile ortaya çıkmış olacaktır. GES getirilerinin endekslediği ve bütçeye aktarılan gerçekleşen KİT gayrisafi hasılat tutarlarının, Bütçe Kanunu'ndaki Tahmini Hasılat Payı Gelirleri'nin üzerinde gerçekleşmesi durumunda ise senet başına azami ödeme sınırının üzerinde kalan tutarların yatırımcıya yansıtılmaması ise, yatırımcının getirisinin daha da artmasını önlemektedir.

Gerçekleşen-tahmini satış tutarı oranını değerlendirdiğimizde % 26,43 oranının düşük düzeyde kaldığı görülmekle birlikte, GES satışları başlangıç itibariyle normal olarak kabul edilebilir. Diğer taraftan GES'e ilişkin asgari gelir garantisinin bulunması ve zamanla senetlerin İMKB'de de işlem görmeye başlamasıyla birlikte daha da yaygınlaşma ve yeni GES ihraçlarının da yapılabilme ihtimali bulunduğu söylenebilir.

Diğer taraftan bütçeye aktarılan ve gerçekleşen KİT gayrisafi hasılatlarının tümünün yatırımcıların gelirlerine yansıtılmasının, dolayısıyla GES getirilerine azami getiri limiti uygulanmamasının, hem yatırımcı açısından hem de devletin yeni ihraçlarını yüksek oranlardan gerçekleştirmesi açısından daha sağlıklı olacağı düşünülebilir.

KAYNAKÇA

5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu

Hazine Müsteşarlığı, 2009a, "**Basın Duyurusu (22.01.2009)**", <http://www.hazine.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 13.02.2009),

Hazine Müsteşarlığı, 2009b, "**İhraç Tarihli Gelire Endekli Senet Yatırımcı Kılavuzu (28.01.2009)**",

Hazine Müsteşarlığı, "Gelire Endekli Senetler Tanıtım Kılavuzu", <http://www.hazine.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 13.02.2009),

Hazine Müsteşarlığı, 2009c, "**Basın Duyurusu (28.01.2009)**", Sayı:2009/16, <http://www.hazine.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 13.02.2009),

Hazine Müsteşarlığı, 2008, "**Hazine Finansman Programı: 2008 Yılı Gelişmeleri ve 2009 Yılı Öngörülleri Basın Duyurusu**", Sayı:2008-224, 29.12.2008, <http://www.hazine.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 13.02.2009).

