T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ

1. ULUSAL YEREL YÖNETİMLER
SEMPOZYUMU

BİLDİRİLER KİTABI

23-24 Ekim 2008

Kültür ve Kongre Merkezi
Esentepe Kampüsü-SAKARYA

SAKARYA - 2008

Yerel Yönetim Yatırım Finansman Aracı Olarak Belediye Tahvilleri 155
Doç. Dr. Mustafa ÇELEN

Performans Bütçenin Performansını Özelleştirme Yoluyla Arttırmak: Isparta Belediyesi Örneği 167
Yrd. Doç. Dr. Serpil AĞCAKAYA

Yeni Anayasa Tartışmaları Çerçevesinde Yerel Vergilendirme Yetkisinin Ekonomi Politiği 181
Öğr. Gör. Dr. Fatih SARIOĞLU

YEREL SİYASET VE SOSYAL BELEDİYECİLİK

Kent Yönetiminde Demokratik Bir Açılım Olarak Kent Konseyleri 197
Doç. Dr. M. Akif ÇUKURÇAYIR
Yrd. Doç. Dr. H. Tuğba EROĞLU

Vatandaş Odaklı/Vatandaşın Odakta Olduğu Yönetim: Kent Konseyleri ve Selçuklu Belediyesi Örneği 221
Doç. Dr. Önder KUTLU
Arş. Gör. Sefa USTA
Arş. Gör. Mustafa KOCAOĞLU

Toplumsal Sorunların Çözümünde Yeni Belediyecilik Anlayışı: Sosyal Belediyecilik Yaklaşımı 237
Doç. Dr. Uğur YILDIRIM
Öğr. Gör. İsmail GÖKTÜRK

Yerelleşen Sosyal Yardım ve Sosyal Hizmetler 257
Yrd. Doç. Dr. Tuncay GÜLOĞLU
Yrd. Doç. Dr. Muharrem ES

Küreselleşme Sürecinde Türkiye'de Sosyal Devletin Yapısal Dönüşümü: Yerel Yönetimler Reformu 269
Arş. Gör. Dr. Cantürk CANER
Arş. Gör. Nihal AÇIKALIN

Yerel Yönetim Reformunda Katılıma Yeni Bir Yaklaşım: Yerel Hizmetlere Gönüllü Katılım 281
Arş. Gör. Özgür ÖNDER
Arş. Gör. Özcan SEZER

AB VE YEREL YÖNETİMLER

İl Genel Meclisleri: Fransa-Türkiye Karşılaştırmasının İlk Bulguları 295
Doç. Dr. Atilla GÜNEY
Yrd. Doç. Dr. S. Ulaş BAYRAKTAR
Yrd. Doç. Dr. İhsan KAMALAK
Yrd. Doç. Dr. Hacı KURT
Yrd. Doç. Dr. Bediz YILMAZ

YEREL YÖNETİM YATIRIM FİNANSMAN ARACI OLARAK BELEDİYE TAHVİLLERİ

Mustafa ÇELEN*

GİRİŞ

Günümüzde yerel finansman ihtiyacını arttıran birçok unsurdan söz edilebilir. Bunların başında şehirleşme düzeyinin ve yapısının değişimi ve yerel ortak ihtiyaçların çoğalması sayılabilmektedir. Ayrıca demokratikleşme ve yerelleşme, yerel finansman ihtiyacını arttıran diğer bir unsur olarak görülebilir. Böylelikle kamusal ihtiyaçları karşılamada yerel yönetimlerin merkezi hükümetleri göre öne çıkması gündeme gelmiştir. Aynı zamanda yerel yönetimlerin kalkınma, fakirliğin azaltılması, eğitim, sosyal hizmetler ve sağlık konularında faaliyetlerini arttırdıkları gözlenmektedir. Bütün bunlar yerel yönetimlerin yeni fonlara olan ihtiyacı arttıran öğeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Borçlanma bu ihtiyacın karşılanmasında kullanılabilecek en önemli araç konumundadır.

Yerel yönetim borçlanması birbirlerine alternatifi iki temel araç üzerine şekillenmektedir. Bunlardan birincisi geleneksel banka sisteminden veya finansal aktörlerden sağlanan kredilerdir. İkincisi ise, yerel yönetimlerin sermaye piyasalarında belediye tahvilleri ihraç etmeleridir. Belediye tahvillerinin temel fonksiyonu uzun vadeli ve büyük sermaye gerektiren yerel altyapı hizmetlerinin finansmanını sağlamaktır. Özellikle faydası ileriki nesillere aktarılan yatırımların bu şekilde finansmanı, yatırımdan faydalananlar ve maliyetini ödeyenler arasındaki adaletin gerçekleştirilmesi bağlamında olumlu bir işlev görmektedir.

Bu çalışmada yerel yönetim yatırım finansman aracı olarak belediye tahvillerinin genel nitelikleri incelenecektir.

YEREL YÖNETİMLERCE İHRAÇ EDİLEN BORÇLANMA KÂĞITLARI

Yerel yönetimlerce ve/veya bunlara bağlı çeşitli birimlerce ihraç edilen menkul kıymetlere genel olarak yerel yönetim borçlanma kâğıtları denilmektedir. Yerel yönetimler kavramı altında menkul kıymet ihraç eden birimler olarak, belediyeleri, ilk özel idarelerini ve belediye iktisadi işletmelerini sayabiliriz. Yerel yönetim borçlanma kâğıtları taşıdıkları vadelere göre ikiye ayrılabilmektedir. Bunlar belediye bonoları (municipal notes-*munis*) ve belediye tahvilidir. (municipal bonds-*muni*)

---

* Doç. Dr., Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F., Maliye Bölümü, mcelen@marmara.edu.tr

BELEDİYE BONOLARI

Vadesi bir yıl veya daha kısa olan ve ıskontolu olarak ihraç edilen yerel yönetim borçlanma araçlarıdır. Belediye bonoları bütçede meydana gelen kısa süreli mali dengesizlikleri (gelir-harcama) dengesizlikleri veya nakit açıklarını kapatmak amacıyla belirli bir gelir beklentisini finansman kaynağı göstererek çıkarılan borçlanma araçlarıdır.

Genel olarak belediye bonolarının beş türünden bahsedilebilir. Bunlar; vergi beklentisi bonoları (tax anticipation notes-TANs), gelir beklentisi bonoları (revenue anticipation notes-RANs), yardım beklentisi bonoları (grant anticipation notes-GANs), tahvil beklentisi bonoları (bond anticipation notes -BANs) ve vergiden muaf ticari bonolardır. (tax-exempt commercial paper). Ayrıca yukarıda sayılan bono türlerinin birbirleri birleştirilmelerinden ortaya çıkan kombine bono türlerinden de söz edilebilir. Vergi ve gelir beklentisi bonoları (tax and revenue anticipation notes-TRANs) bu türe örnektir (Anderson, 1994: 316). Vergi beklentisi bonoları belediyenin vergi alacağına karşılık ihraç edilir. Belediyeye ait vergilerin tahsil zamanı geldiğinde bonoların ödemeleri bu gelir ile gerçekleştirilir.

Belediye tahvilleri sermaye piyasası araçları olarak değerlendirilirken, belediye bonoları para piyasası araçları olarak nitelendirilmektedirler. Belediye bonoları gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde yerel yönetimler tarafından kullanılan bir menkul kıymettir. 1960–70 yılları arasındaki dönemde ABD'de belediye bonolarının ihraç tutarının hızla büyüdüğü görülmüştür. 1975 yılında bu bonoların en büyük ihraççısı konumundaki New York City belediyesinin iflası-ödeyememezlik (default) durumuna düşmesi ile birlikte belediye bonolarının hacminde ciddi bir daralma görülmeye başlanmıştır. (Fundamentals of Municipal Bonds, 1987: 21) Günümüzde belediye bonolarının toplam yerel yönetim menkul kıymetleri içerisindeki yeri oldukça düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerde ve yükselen piyasa ekonomilerinde bu tür borçlanma araçlarının kullanımı yaygın değildir.

Belediye bonosu çıkarmanın ve bu borçlanma aracını yönetmenin maliyeti düşünülerek yerel yönetimlerin kısa vadeli finansal ihtiyaçlarını karşılamak için genelde banka kredilerini tercih ettikleri gözlenmektedir.

BELEDİYE TAHVİLLERİ

Belediye tahvilleri sadece belediyelerce ihraç edilen belli bir getiri öngören uzun dönemli borçlanma kâğıtları değildir. Belediyeler yerel, eyalet ve bölge yönetimleri tarafından da ihraç edilen geniş kapsamlı menkul kıymetlerdir. Örnek vermek gerekirse, yerel yönetimlere bağlı su ve kanalizasyon idarelerinin, ulaşım ve taşımacılık otoriteleri bile belediye bonoları ihraç edilebilme imkânları vardır. Eğitim ve sağlık hizmetlerinin eyalet yönetimlerince karşılandığı federal yapıya sahip ülkelerde okulların ve hastane gibi kamusal eğitim, sağlık kurumlarına da yatırım ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla belediye tahvili çıkarabildikleri görülmektedir. Belediye tahvilini

alan yatırımcıların parasının hangi sürede ve hangi yatırım harcamasını karşılamak için kullanıldığını bilme imkânı vardır.

Bireysel yatırımcıların belediye tahvillerinin en büyük alıcı grubunu oluşturdukları söylenebilir. Bundan etkili olan faktörlerin başında güven unsuru gelir. Yerel yönetimler nihayetinde (alt-sub) kamu otoritesine ait (gelir tahvilleri hariç) sabit getirili bir menkul kıymettir. Kamu otoritesinin ödeyememe durumuna düşme olasılığı küçüktür. Bu olasılık gerçekleşse bile üst kamu otoritesi (merkezi –federal hükümet) tarafından kurtarılma (bail out) ihtimali çok yüksektir. Bu durumda yatırımcının ödeyememe riski algılaması ciddi ölçülerde azalabilmektedir. Belediye tahvilleri bireysel yatırımcılar tarafından genelde gelecekteki eğitim harcamalarını karşılamak veya emeklilikleri için birikim yapmak amacıyla talep edildikleri görülmektedir.

Belediye tahvillerinin ikincil piyasalara sahip olması likiditesini arttıracağından bireysel yatırımcıların daha fazla ilgi göstermesine neden olabilmektedir. Ayrıca bireysel yatırımcının kolayca alımını sağlayabilmek için küçük tutarlı olarak ihraç edildiği gözlenebilmektedir.

Belediye tahvilleri diğer tahviller ile benzer olmak üzere kupon faiz ödemeli olarak dizayn edilmektedir. Kupon faiz ödemelerindeki zaman aralığının yeknesak bir yapısından söz edilemez. Bu tahvilin vadesine göre değişebilmektedir. Uzun vadeli (10 yıldan fazla) tahvillerde altı aylık ve yıllık kupon faiz ödemeleri yapılabilirken, kısa vadeli tahvillerde üçer aylık kupon ödemelerine de rastlanabilmektedir. Son kupon ödemesi tahvil anapara ödemesi ile birlikte yapılmakta ve arz eden belediye tarafından itfa işlemi tamamlanmaktadır. Her bir kupon üzerinde ödeme tarihi ve tanımlamasını içeren belli bir numara bulunmaktadır.

Yerel yönetimlerin tahvil ihraç edebilmeleri için ülkenin sermaye piyasasını düzenlemekle görevli otoritesinden izin alması gerekmektedir. Bu otorite ihraç eme mekanizmasını düzenlemekte ve ihraç edilen tahvillere yönelik kayıt tutmaktadır. ABD'de bu işle görevli federal kurum Menkul Kıymet Alım-Satım Komisyonu (Security Exchange Commisison-SEC) iken Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu'dur. (SPK) Tahvilin üzerinde ihraç eden yerel yönetimin hukuksal yükümlülüklerini ifade eden ibareler bulunmalıdır. Ulusal anlamda belediye bonolarında şekil, süreç ve mekanizmalar bağlamında yeknesaklığın sağlanması amacıyla ayrı bir kurumun kurulması söz konusu olabileceği gibi, bu işlevin ihraç iznini veren ve kayıtlarını tutan kurum tarafında gerçekleştirilmesi de mümkündür.

Tahviller klasik anlamda basılı kâğıt şeklinde olabileceği gibi, sanal ortamda belli bir sayı dizisi şeklinde de dizayn edilebilmektedir. Çalınma, eskime yıpranma ve yırtılma tehlikelerine karşı sanal tahvillerin daha güvenli oldukları söylenebilir. Sanal tahvillerin ihracı kurumsallaşmış ve güven sorunu taşımayan saklama ve takas kurumlarını gerektirmektedir.

BELEDİYE TAHVİLLERİ TÜRLERİ

Yerel yönetim tahvillerini meydana getirdiği gelirin niteliğine göre iki ana gruba ayrılabilir. Bunlar genel yükümlülük tahvilleri (general obligation bonds), gelir katılımı tahvilleridir. (revenue bonds) Bunların dışında genel yükümlülük ve gelir katılımı tahvillerinin bazı özelliklerini beraber taşıyan karma özelliğe menkul kıymetlere rastlansa bile, yerel borçlanma piyasası içerisindeki ağırlıkları dikkat çekici boyutlarda değildir. Aşağıdaki bölümde belediye tahvil türleri ayrıntılı olarak incelenmektedir.

Genel Yükümlülük Tahvilleri

Yerel yönetimlere ait genel yükümlülük tahvilleri anapara ve faiz ödemelerinin tarih ve tutar olarak belirlenmiş ve arz eden kurum tarafından ödeme garantisine sahip menkul kıymetlerdir. Sabit getirili menkul kıymet statüsüne sahip bu tür tahviller, genelde riski sevmeyen muhafazakâr yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Belediye tahvilleri yerel yönetim ihalelerinde katılımcı firmalar tarafından teminat olarak sunulabilme özelliğine sahiptir. Bu özelliklerinden dolayı tüzel kişi firmaların da tahvillere yatırım yaptıkları görülebilmektedir. Genel yükümlülük tahvillerinin sabit faizli olması ve risk düzeyinin düşüklüğü, getiri düzeyinin bunun ile uyumlu gerçekleşmesi sonucunu doğurmaktadır. Belediyelerin genel yükümlülük tahvili ihraç etmeleri karşılığında yatırımcılara vergi gelirlerini bir tür teminat olarak gösterdikleri farz edilir.

Genel yükümlülük tahvilleri belediyenin gelir kaynakları karşılık gösterilerek yerel halkın güvenine dayalı ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Genelde belediyelerin en önemli gelir kaynağı emlak vergileridir. Bu nedenle belediye sınırları içerisindeki gayrimenkul sayısı ve değerine göre genel yükümlülük tahvillerini ödeyebilirliği şekillenmektedir. Bu tahviller yardımıyla o yörede yaşayan vatandaşlara sosyal fayda sağlayan okul, kütüphane, belediye binaları ve itfaiye gibi yatırımların finanse edildiği gözlenmektedir. Bu tür sosyal yönü olan tahvillerin genelde halka rekabetçi satış yöntemiyle arz edildiği ifade edilebilir (White, 1985: 25).

Belediye tahvili arz eden yerel yönetimin vergilendirme yetki ve kapasitesi bakımından bağımsız olması ve vergileme kararları üzerinde herhangi bir kısıtlamanın bulunmaması önemli bir unsurdur. Bu durumda vade geldiğinde elinde yeterli kaynağa sahip olmayan yerel otorite vergi salarak veya mevcut vergilerin oranını yükselterek tahvil itfalarını yerine getirebilir. Bu durum yatırımcıların ödeyemezlik ile karşılaşma riskini azaltan bir unsurdur. Genelde yerel yönetimlerin vergilendirme yetkisi merkezi idare tarafından dolaylı ve doğrudan bir şekilde sınırlandırılmaktadır.

İlk genel yükümlülük tahvilinin 1812 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) New York Belediyesi tarafından satıldığı bilinmektedir. Günümüzde de New York Belediyesi her yıl yüz milyonlarca dolarlık genel yükümlülük tahvili ihraç etmektedir. 1970'lere kadarki dönemde belediye tahvillerinin büyük bir kısmı genel yükümlülük tahvillerinden oluşmaktaydı. Günümüzde belediye tahvilleri içerisindeki genel

yükümlülük tahvillerinin oranı yüzde 30'ların altına inmiştir. Genel yükümlülük tahvillerin piyasa içerisindeki ağırlığının gerilemesinde birçok faktör etkili olmuştur. Bunların birincisi belediyelerin vergi kapasitelerinin sınırlı olmasıdır. Böyle olunca genel yükümlülük tahvili arz etme kapasiteleri de daralmaktadır. İkincisi, seçmen onayına tabi olması gelmektedir. Seçilmiş belediyeler bu tür seçmen onaylarını siyasi bakımdan tehlikeli görmektedirler. Üçüncüsü tahvil ile yapılacak yatırımın kullanıcılarına finanse ettirilmesi, bütün vergi mükelleflerine finanse ettirilmesinden daha uygun olduğu düşünülmektedir. (Mysak, 1998: 23-26)

Genel yükümlülük tahvilleri için kredi riski ölçülmesi gerektiğinde temel olarak dört faktörün incelenmesi gerekmektedir. Bunlar belediyenin borç yükü, bütçesinin sağlamalığı, belediye sınırları içerisinde yaşayanların vergi yükü ve ülke ekonomisinin genel durumudur (Fabozzi ve diğ., 1995: 217).

Bu sınırlandırmaya bağlı olarak genel yükümlülük tahvillerini ikiye ayrılmak mümkün olabilmektedir. Bunlar sınırsız ve sınırlı vergilendirme yetkisine sahip yerel yönetimlerce ihraç edilen belediye tahvilleridir (Fundamentals of Municipal Bonds, 1987: 16).

Sınırsız Vergilendirme Yetkisine Sahip Yerel Yönetimlerce İhraç Edilen Belediye Tahvilleri

Vergilendirme yetkisine sahip yerel yönetimin herhangi bir sınırlandırmaya konu olmaması finansman kaynağı yaratma kabiliyetini de doğrudan belirleyebilmektedir. Sınırsız vergilendirme yetkisi gevşek federatif veya konfederatif yapılarda görülen bir özelliktir. Bu niteliğe sahip yerel yönetimlerin ödeyemezlik durumlarında bir üst siyasi otorite tarafından kurtarılma veya finansal olarak desteklenme olasılıkları azalmaktadır.

Belediye tahvillerinin alıcısı olduğu sürece ihraç edilmeleri söz konusu olabilmektedir. Burada kısıtlayıcı unsur piyasanın bu tahvillere olan talebidir. Talep belirleyen ise ödeme gücü, diğer bir ifade ile yerel yönetimin vergileme kapasitesi ve gayretidir. Vergileme kapasitesi taşımayan yerel yönetimlerin tahvil ihraç etme olasılığı üst siyasi otorite tarafından piyasa güçleri ve arz talep mekanizması yoluyla sınırlandırılmaktadır. Ayrıca vergilendirme kapasitesi ve gayreti kısıtlı yerel yönetimlerin daha yüksek faizli ve daha kısa vadeli tahvil ihraç etmeleri söz konusu olabilmektedir.

Bu tür tahviller ihraç edilme kararı alınırken yerel vergi mükelleflerinin ve seçmenlerin kararlarının alınması önemlidir. Çünkü tahviller nihayetinde yerel vergi mükelleflerince ödenmek durumunda kalınacaktır. Eğer o bölgedeki vergi mükellefleri ile seçmenler arasında ciddi bir ayrım yok ise, diğer bir ifade ile fayda ve maliyet aynı kesimler tarafından yükleniliyor ise, tahvil ihracı konusunda referanduma gidilmesi rasyonel bir sonuç doğurabilmektedir. Aksi halde vergi mükellefleri seçmen sayısının çok altında ise, referandumlardan tahvil ihraç edilmesi yönünde karar çıktığı gözlenebilecektir. Bu durum seçmenlerden vergi mükelleflerine bir yük aktarımı sonucunu doğuracaktır. Vergi mükelleflerinin seçmen sayısına nazaran önemli bir

ağırlıkta olduğu durumlardan ise, tahvil ihracının aleyhinde referandum sonucu çıkması büyük olasılıktır. Eğer referandumdan tahvil ihracı yönünde bir karar çıkması mevcut vergi mükelleflerinin gelecekteki vergi yükümlülüklerini (tahvil ödemelerini gerçekleştirmek için alınacak) düşünerek tüketim harcamalarını kısmaları sonucunu doğurabilecektir.

Burada belediye tahvilini satın alan kişilerin o yerel yönetim içerisinde yerleşik (resident) olup olmamaları da önemli hale gelebilmektedir. Çünkü yerel yönetimin vergilendirme yetkisi ancak o yörede yerleşik olanların üzerinde geçerlilik taşımaktadır. Eğer belediye tahvili yerleşik olmayan tarafından satın alınıyor ise yukarıdaki paragrafta anlatılan süreçlerin işlemesi söz konusu olmayabilecektir. Çünkü bu durumda tahvili ödeyenler ile tahvilden gelir elde edenler farklılaşacaktır. Başka yerel yönetimlerde yerleşik olan alıcılar o bölgedeki mükelleflerin ödeme güçlerinin sınırlarına kadar tahvil almaya eğilimi oldukları görülebilir. Böylelikle tahvil ihraç eden yerel yönetimde yerleşik olanlardan tahvil alan başka yerel yönetim yerleşiklerine bir tür gelir aktarımı meydana gelecektir.

Sınırlı Vergilendirme Yetkisine Sahip Yerel Yönetimlerce İhraç Edilen Belediye Tahvilleri

Yerel yönetimlerin siyasi ve idari özerklikleri ile mali özerklileri arasında karşılıklı bir ilişkinin varlığından söz edilebilir. Siyasi ve idari özerklik arttıkça mali özerklik de yükselmektedir. Merkezi yönetim yapısına sahip ülkelerde yerel yönetimler üzerindeki siyasi ve idari vesayet yetkisi beraberinde mali denetim ve düzenleme yetkisini de beraberinde getirmektedir. Bunu yansımaları vergileme ve borçlanma üzerinde daha baskın olarak görülebilmektedir.

Merkezi yönetim yapısına sahip ülkelerde yerel yönetimlerin vergileme yetkisi çeşitli sınırlamalara sahip olabilmektedir. Bu sınırlama ihdas edilen verginin merkezi hükümet onayı olmadan yürürlüğe girmesinden başlamaktadır. Ayrıca merkezi hükümet tarafından konulan ama yerel yönetimin kullanımına sunulan vergilerin oran ve matrahın belirleme yetkisinin belirlenmesi şeklinde de olabilmektedir. Özellikle emlak vergilerinde bu ilişki daha da net ortaya çıkmaktadır. Yerel yönetimlerin emlak vergi matrahlarını oluşturan mülk değerlerini belirleme[1] ve vergi oranlarını belirli sınırlar içerisinde arttırabilme/azaltabilme yetkisi verilebilmektedir. Böylelikle vergilemede nispi bir esneklik sağlanması gündeme gelebilmektedir.

Bu esneklik sınırlı vergilendirme yetkisine sahip yerel yönetimlerce ihraç edilen belediye tahvilleri düzeyinin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Vergileme yetkisinin üst sınırı ne kadar fazla ise yerel yönetimin tahvil ihraç etme hacmi o kadar artmaktadır. Bunun tersi durumda ise, yerel yönetimin tahvil ihraç ederek kaynak yaratma imkânı azalmaktadır.

---

[1] Buna güncelleme demek daha doğru olabilir, özellikle emlak piyasasının geliştiği ülkelerde emlak değerleri hızla artmakta, ama matrahlara bunun yansıması gecikebilmektedir.

Vergileme yetkisi sınırlı yerel yönetimlerin genel yükümlülük tahvilleri alıcılarının bu konudaki hassasiyetleri bilinmektedir. Mevcut durumdaki herhangi değişmenin ikincil piyasalarda işlem gören vade ve faiz düzeylerinin yeniden ayarlanmasına veya başka garantilerin talep edilmesine yol açabilmektedir. İlk tahvil ihraçlarında ise, vergilendirme yetkisine sahip merkezi otoriteden garanti talep etme yoluna gidebildikleri gözlenmektedir Ayrıca belediye tahvillerinin ödeyememezlik riskinin sigorta edilmesi de istenebilmektedir. Bu nedenle genel yükümlülük tahvillerinde vergileme ana belirleyici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gelir Katılımı Tahvilleri

Belediye tahvilleri yerel altyapı yatırımlarını finanse etmek için kullanılan menkul kıymetler olduğu bilinmektedir. Yerel altyapı yatırımlarının bir kısmı belli bir ücret, harç, bedel v.b. karşılığında tüketicilerin kullanımına sunulan hizmetlerdir. Diğer bir ifade ile bu tür yatırımların gelir üretme kapasitesinden söz edilebilir. Klasik iktisatçılardan bu yana yatırım amaçlı borçlanmalar, bir süre sonra yatırımın anaparası ve faizini karşılayacak bir gelir üretme kapasitesi olduğu için kabul edilir olarak nitelendirilmektedir.

Gelir katılım tahvilleri işte bu anlamdaki yerel yatırım harcamalarının finansmanında kullanılan araçlardır. İyi dizayn edilmiş, sağlıklı bir fizibilite yapılmış, işletme yönetimi ilkelerine göre çalıştırılan kamusal kolaylık ve altyapı yatırımlarının tahvil borçlanmalarını rahatlıkla finanse ettiği hatta bazıdan yerel yönetime kaynak bile sağlayabildiği iddia edilmektedir. Gelir katılım tahvilleri belediyelerin köprü, tünel, yol, ulaşım, su ve kanalizasyon gibi birçok projenin finansmanında kullanılabilmektedir.

Gelir katılım tahvillerinde belli projeler ile belli tahviller birebir ilişki kurularak çıkarılabildiği gibi, birkaç proje birleştirilerek torba bir yatırım portföyü oluşturulması da söz konusu olabilmektedir. Projelerin karlılığına bağlı olarak tahvillerin getirisi şekillenmektedir. Karlılık düzeyi yatırımcı için belirsiz olması genel yükümlülük tahvillerine nazaran gelir katılım tahvillerini daha riski bir menkul kıymet haline getirmektedir. Bu nedenle gelir katılım tahvillerinin getirisi genel yükümlülük tahvillerine nazaran daha yüksek olabilmektedir (Vogt, 2004: 184).

Yerel yönetim gelir katılım tahvillerinin genel yükümlülük tahvillerinden farklı olarak arz eden belediye tarafından açıktan (örtük olabilir) ödenme garantisi ve zorunluluğu taşımamasıdır. Bu tahvillerin altyapı projesinin getirisine bağlı olarak yerel yönetimin vergilendirme yetkisinden bağımsız şekillenmektedir. Örneğin tahvil bir belediyenin temiz su tedariki amacıyla yapılacak baraj ve aktarım kanallarını finansa etmek amacıyla çıkarılabilmektedir. Böyle olunca tahvilin itfa edilmesi tüketicilerden alınan temiz su bedelleri ile söz konusu olacaktır. Bu durumda tahvilin toplam tutarının vadesinin faizinin su hizmetinden elde edilecek gelirin tutarı, süresi ve miktarı ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir. Suyun fiyatını belirleme yetkisinin yerel

idarede olması bu tür tahvillerin itfa edilme yeteneklerini bir tür vergileme yetkisine benzer olarak arttırabilmektedir.

Gelir katılım tahvillerinin getirileri ile belediye tarafından sunulan hizmetlerin fiyatları arasında birebir ilişkinin varlığından söz edilebilir. Politik ilişki süreçleri özellikle seçim dönemlerinde hizmet sunum fiyatlarının baskı altına alınması ve bundan da tahvil getirilerinin olumsuz etkilenmesi sonucunu doğurabilmektedir. Özellikle belirli gelir gruplarına ve teşvik edilmek istenen yerel sanayiye sunulan hizmet fiyatları da kamu politikası yönüyle olumlu, yatırımcı yönüyle olumsuz yansımalar meydana getirebilmektedir.

Tablo 1. Genel Yükümlülük ve Gelir Katılımı Tahvillerinin Karakteristikleri

Genel Yükümlülük Tahvilleri	Gelir Katılımı Tahvilleri
Belediyeye tam güven (full-faith) ve/veya vergileme gücü esasına dayanırlar.	Genellikle kullanıcı ödentileri şeklindeki tanımlanmış gelir kaynağı esasına dayanırlar.
Tipik olarak seçmenler tarafından onaylanmaya ihtiyaç duyarlar.	Seçmenler tarafından onaylanmaya ihtiyaç duymazlar.
En az maliyetli faiz oranından arz edilirler.	Gelirleri çoğu zaman genel yükümlülük tahvillerine nazaran 25–55 baz puan üzerindedir.
Vatandaşların 'ödeme istekliliğini' ölçmek zordur.	Sadece 'ödeme gücü' ilkesi güvenilerek arz edilirler.
Emlak vergisi isyanlarına karşı kırılgandırlar.	Emlak vergisi isyanlarına karşı kırılgan değildirler
Çok muhafazakâr bir yapıya sahiptirler.	Çok esnek bir yapıya sahiptirler.

Kaynak: (Mysak, 1998: 24)

Ayrıca yerel yönetimlerin hizmet bedellerinin tahsilinde veya gecikme nedeniyle ödenecek cezalarda etkin ve duyarlı davranıp davranmaması da toplam gelir düzeyini ve gelir katılım tahvili getirisini etkileyebilmektedir.

Burada gelir katılım tahvilleri ile proje finansman tahvillerinin ayrımına vurgu yapmak gereklidir. Proje finansman tahvilleri genellikle kamu altyapı yatırımlarına özel sektörün katılımını sağlayacak araçlar olarak nitelendirilebilir. Proje finansman tahvillerinde yatırımın özel sektör veya ortak girişim tarafından yapılması, sahipliliğinde özel sektörün payın olması, yerel idarenin ise sistemin finansmanına nispi yüksek kredibilitesi nedeniyle tahvili ihraç ederek veya buna garanti vererek katılması söz konusu olmaktadır. Gelir katılım tahvillerinde ise, mülkiyet yerel yönetimde kalmak şartıyla sadece hâsılanın tahvile yatırım yapanlara aktarılması şeklinde bir yapı ortaya çıkmaktadır.

İlk gelir katılım tahvillerinin 1885 yılında ABD'de kullanıldığı ifade edilmektedir. 1970'ler gelir katılım tahvillerinin piyasadaki ağırlığı artmaya başlamıştır. Günümüzde toplam belediye tahvillerinin yüzde 70'inden fazlası gelir katılım tahvillerinden oluşmaktadır. Torba gelir katılım tahvilleri (yerel bir otoritenin farklı projelerini konsolide ederek çok projeli gelir katılım tahvili) diye adlandırılan bu yapıların ilk

örneği 1931 yılında New York Liman Otoritesi (The Port of New York Authority) tarafından çıkarılmıştır. Konsolide gelir katılım tahvilleri genelde karlılığı düşük ve tek başına cazip getiri ortaya koyamayacak projeleri finanse etmek için kullanılmaktadır (Mysak, 1998: 25). Cazip olmayan proje cazip yatırımlar ile konsolide edildiğinde tahvil çıkarılması, satılması ve ifa edilmesi daha kolaylaşacaktır.

Yatırım gerçekleştirildikten ve gelir sağlamaya başladıktan sonra herhangi bir nedenle yatırımın ortadan kalması yatırımcının anaparasına ortadan kalması anlamına gelmemektedir. Gelir katılım tahvillerinin hisse senetleri arasındaki temel fark buradadır. Gelir katılım tahvilleri sadece yatırımın geliri ile ilişkilendirilmektedir. Yatırımın kendisinden bağımsızdır. Bu nedenle yatırımın ortadan kalması anapara ödemesinin yatırımın ortadan kalktığı tarih itibari ile tahvilin erken itfasını gerektirmektedir.

Gelir katilim tahvilleri yerel borç limitleri hesaplanırken bazen dikkate alınmamakta ve hesaplamalara katılmamaktadır. Gelir katılım tahvillerinin yerel yönetimin bir tür borcu olmasına rağmen borç limiti sınırlaması içerisine dâhil edilmemesi mantıksal bir uyumsuzluk içermektedir. Böyle olunca gelir katilim tahvili ihraç eden belediyeye esneklik kazandırılmaktadır. Son yıllarda bu tür tahvillerin genel yükümlülük tahvillerine nazaran baskın hale gelmesinin bir nedeni de budur.(Mikesell, 2003: 550) Gelir katılıma konu yerel hizmetlerin fiyatlarının arttırılması vatandaşlar tarafından birincil elden hissedilmekte, bu nedenle pek popüler bir davranış olarak algılanmamaktadır. Buna rağmen fiyat arttırımı emlak vergisi artırımına göre hem politik hem de idari olarak daha kolay olduğundan tercih edilebilmektedir (Belton, 1994: 563).

Gelir Katılım Tahvillerinin Çeşitleri

Gelir katılım tahvillerini genel olarak üç kategoriye ayırabiliriz. Bunlar belediye iktisadi işletmeleri gelir tahvilleri, kiralama geliri tahvilleri ve sosyal amaç gelir tahvilleridir. Birinci grubu oluşturan tahvillerde kendi içerisinde kamusal kolaylık tahvilleri ve diğer iktisadi işletme tahvilleri olmak üzere ikiye ayrılabilir. Yerel yönetimler tarafından üretilen kamusal kolaylıklara örnek olarak temiz su, atık su-kanalizasyon hizmetleri, enerji, elektrik gaz dağıtım hizmetleri ve şehir içi taşımacılık hizmetleri gösterilebilir. Diğer belediye iktisadi işletmeler kapsamında ise, liman, havaalanı, yol, köprü, tünel, park, eğlence hizmetleri üreten kurumlar sayılabilir (Feldstein, Fabozzi, 2007). Sosyal amaçlı tahviller ise, daha çok kendi kredibilitesi yoluyla borçlanma gerçekleştirilemeyecek düşük gelirli kesimlere gerekli sosyal içerik taşıyan hizmetlerin üretimi ve sunumu için gerekli yatırımların yapılması amacıyla ihraç edilen tahvillerdir. Konut-barınma gelir tahvilleri, hastane ve sağlık hizmetleri tahvilleri, eğitim ve öğrenci borçlanma tahvilleri bunlara örnektir.

Gelir Katılım Tahvili Alırken Yatırımcının Dikkate Aldığı Unsurlar

Genel borçlanma tahvillerine nazaran gelir katılım tahvillerinin getiri düzeyindeki nispi belirsizlik ve değişkenlik söz konusudur. Gelir yaratma kapasitesinin borçlanma maliyetlerini kapsayıp kapsamadığına kritik unsurdur. Bu nedenle yatırımcıların gelir katılım tahvili alırken risk yaratabilecek birçok unsuru dikkate aldıkları gözlenmektedir. Ancak bu şekilde tahvil yatırımının güvenliğinin sağlanabileceği düşünülmektedir. Bu unsurlar aşağıda sıralanmıştır (Moak, 1982: 224):

- Gelir getirici yatırıma ait fizibilite çalışmaları
- Teminat olarak gösterilen gelirler
- Beklenti ötesinde elde edilen gelirlerin dağılımı
- Gayrimenkullere ait ipoteğe dayalı krediler (mortgage)
- Düzeltme oranlarını da içerecek şekilde gelirin sürdürülebilirliği
- Ek gelir katılım tahvili ihracı ve bunun şartları
- Borç servisi için gerekli olan fonların ayrılması, tanımlanması, büyüklüğünün belirlenmesi ve korunması
- Rezerv fonlarının oluşturulabilirliği,
- Dış denetim ve gözetimin varlığı,
- İşletmenin sahip olduğu gayrimenkullerin ipotek veya yükümlülüklerden korunması,
- İşletmenin rekabetten korunması.

Yatırımcının potansiyel getirisi konusunda bilgi sahibi olması hem tahvili satın alma kararını belirleyecek hem de alternatif yatırım araçları arasında karşılaştırma yapmasına imkân tanıyacaktır. Belediyeler yeni yatırım kararları verilirken herkes gibi fizibilite raporu hazırlarlar. Bu rapordaki öngörüler tahvili ihraç eden belediyeye ait olduğu için yatırımcılar tarafından nispeten ihtiyatlı olarak değerlendirirler. Bunun yerine benzer yatırım projelerinin getiri düzeyleri veya bağımsız uzmanlara hazırlatılan raporlar daha güvenilir olduğu düşünülebilir.

Belediye tahviline konu iktisadi işletmenin hangi tür gelirlerinin katılıma konu olduğuna bağlı olarak yatırımcının geliri değişebilmektedir. Bazı yatırımların tüm gelirleri katılıma ve dolayısıyla dağıtıma konu olurken, bazı yatırımların özel olarak tanımlanmış gelirleri veya toplam gelirlerinin belli bir yüzdesinin dağılımı gündeme gelebilmektedir. Burada alınacak ölçü toplam tahvil ihracından elde edilen gelirinin toplam yatırım maliyetlerine oranıdır. Bu orana bağlı olarak yapılacak gelir dağılımı adil bir gelir dağılımı olabileceği ifade edilebilir.

Gelir katılımına konu yatırımdan gereken borç servisinin ötesinde gelir elde edildiğinde bu fazladan getirinin kullanım alanı da yatırımcının kararlarını etkileyebilmektedir. Bu fazladan getiri bazen yatırımcının bazen de ihraççı belediyenin çıkarınıençoklayacak şekilde kullanılabilmektedir. Gelir katılımına konu iktisadi işletmenin üzerinde bulunduğu gayrimenkul tahvil yatırımcıları için bir tür güvenlik/garanti işlevi görebilmektedir. Böylelikle iktisadi işletmenin gelir üretememiş durumunda gayrimenkul üzerinden ipotek ihdas edilerek iktisadi işletmenin ödeyemezlik koşullarına girmesi engellenilmektedir.

İktisadi işletmenin gelirine hangi oranda katılınacağı tahvil ihraç sözleşmesinde belirtilmektedir. Oranın daha sonradan artırıp arıtılamayacağı veya beklenmeyen giderlerin bu oranı nasıl etkileyeceğine bağlı olarak yatırımcının getirisi değişebilmektedir. Bu durumda gelirin sürdürülebilirliği için paylaşım oranlarında düzeltmelere gidilmesi yatırımcının talepleri doğrultusunda gündeme gelebilecektir. Belediyenin iktisadi işletmeye yapılacak gerekli yatırımları finanse etmek amacı ek tahvil ihraç etmesi de yatırımcının güvenlik algılamasını etkileyebilecektir. İşletmenin yarattığı gelirden borç servisi ve kalan işletme getirisi ayrımının yapılması yatırımcının getirisini görebilmesi ve yönetim aşamalarında takip edebilmesi için önemlidir. Aksi halde geçici veya orta vadeli olarak katılıma konu gelirin tamamının veya belli bir kısmının işletme tarafından kullanılması söz konusu olabilecektir. Gelir katılımına konu işletmenin hem üretim yönetimi hem de finansal olarak denetlenmesi ve gözetlenmesi yatırımcının güvenliğini artıran diğer unsurdur.

İşletmeye ait gayrimenkuller gelir üretimi için gerekli sabit maliyetlerdir. Bu sabit maliyet unsurları üzerinden belediyenin cari harcamaları veya başka amaçlı olarak kaynak meydana getirme çabaları ipotek ve çeşitli yükümlülüklerin doğmasına neden olabilecektir. Son olarak iktisadi işletmenin rekabetten korunmasından söz edilebilir. Rekabete açılan alanlardaki gelir katılım tahvillerinin değerinin hızla düşmesi, yatırımcıların yerel yönetimde rekabetin önlemesine yönelik önlemleri talep etmesi sonucunu doğurabilmektedir. Böylelikle işletmenin karlılığı ve yatırımcı başına düşen pay garanti altına alınmaya çalışılmaktadır.

Yukarıdaki unsurlar konusunda yatırımcıların taşıdığı duyarlılıkları sağlamak ve belirsizlikleri azaltmak yerel yönetim tarafından daha kolay, daha ucuz maliyetli ve daha büyük tahvil imkânı yaratacaktır.

SONUÇ

Yerel yönetim yatırım finansman ihtiyacının karşılanmasında tahvil ederek borçlanma özellikle ABD'de, 19. yüzyılın sonlarından günümüze yaygın olarak kullanılmaktadır. Son yıllarda Dünya Bankası tarafından bu araç gelişmekte olan ülkelerdeki yerel yönetimlere önerilmektedir.

Ülkemizde toplam nüfusun yaklaşık dörtte üçü kentlerde yaşamaya başlamıştır. Nüfus yoğunluğu olarak başta İstanbul olmak üzere büyükşehirlerin payı gün geçtikçe artmaktadır. Bu da büyükşehirlerin altyapı yeterliliği ve kalitesinde ciddi eroz-

yona yol açmaktadır. Gerekli yatırım ihtiyacının belediye bütçelerinde karşılanması önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yatırımların borçlanılarak yapılabilme imkânlarının araştırılması gerekmektedir.

Belediyenin tahvil arz ederek altyapı yatırım gerçekleştirebilmeleri büyükşehirler için kullanılabilirliği yüksek bir alternatiftir. Özelikle yurtiçi sermaye piyasalarından merkezi yönetimin borçlanma ihtiyacının azalması, yerel yönetimlerin bu konuda alan açmaktadır. Yalnız uzun vadeli belediye tahvil ihraçlarının sadece yerel yönetimlere değil, ülkenin ekonomik istikrarına, risk primime ve faiz oranına bağlı olarak şekillendiği unutulmamalıdır. Ülkemizdeki ekonomik istikrarın pekişmesi borçlanma vadelerinin uzaması ve faiz oranlarının düşmesi, Büyükşehir belediyelerinin tahvil ihracına imkân tanıyacaktır.

KAYNAKÇA

Anderson Kendrick D., "*Managing Short-Term Municipal Money: Notes, BANs, TANs, RANs, Commercial Paper, VRDOs, and Short-Term Derivatives*", The Handbook of Municipal Bonds, (1994) Edited by Susan C. Heide, Robert A. Klein, Jess Lederman, Probus Publishing, Chicago

Belton David F. (1994), "Water and Sewer Systems", *The Handbook of Municipal Bonds*, Edited by Suan C. Heide, Robert A. Klein, Jess Lederman, Probus Publishing, Chicago

Fabozzi Frank J., T. Dessa Fabozzi, Sylvan G. Feldstein (1995), *Municipal Bond Portfolio Management*, Irwin Professional Publishing

Fundamentals of Municipal Bonds (1998), *Public Securities Association*, New York

Mikesell John L. (2003), *Fiscal Administration*, Wadswort Publishers, Sixth Edition

Moak Lennox L. (1988), *Municipal Bonds Planning, Sale, and Administration*, Municipal Finance Officers Association

Municipal Bonds Credit Ratings and Bond Issuing at the Subnational Level – Training Manuel (1999), World Bank Institute

Mysak Joe (1998), *Muni-Bond Issuers*, Bloomberg Press, Princeton

The Handbook of Municipal Bonds (2007), Edited by Frank Fabozzi, Sylvan G. Feldstein, Jess John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

Vogt A. John (2004), *Capital Budgeting and Finance: A Guide for Local Governments*, International City/County Management Association Washington DC