

**KAMU BORÇLANMASINDA  
PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ  
VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Aysu MOROĞLU**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof. Dr. Mustafa Özer**

**Eskişehir**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**Eylül,2013**



## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Aysu MOROĞLU'nun "Kamu Borçlanmasında Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Türkiye Uygulaması" başlıklı tezi 13 Eylül 2013 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Mustafa ÖZER

Üye : Yard.Doç.Dr.Erkan ÖZATA

Üye : Yard.Doç.Dr.Abdurrahman TARAKTAŞ

Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN  
Anadolu Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



## Yüksek Lisans Tez Özü

# KAMU BORÇLANMASINDA PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Aysu MOROĞLU

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2013

Danışman: Prof. Dr. Mustafa Özer

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin, en temel ekonomik sorunlarından biri kamu açıklarının finansmanıdır. Bu konuda ülkelerin başvurabileceği başlıca iki yöntem mevcuttur. Bunlar iç borçlanma ya da dış borçlanmayla kamu açıklarının kapatılmasıdır. Türkiye ekonomisinin 2012 yılı verileri göz önüne alındığında; kamu iç borcunun 408.3 milyar TL, kamu dış borcunun ise, 154.6 milyar TL olduğu görülür. Özellikle Türkiye gibi iç borç stoku dış borç stokundan büyük oranlarda fazla olan ülkelerde, kamu borç yöneticilerine büyük görev düşmektedir. Borç yöneticilerinin amacı, bütçe açıklarının finansmanı için gerekli olan miktarı, mümkün olan en düşük maliyet ve en az riskle finanse etmektir. Kamu borçlarının finansmanında, borç yöneticilerini risk ve maliyet minimizasyonuna kavuşturacak en kabul görmüş yöntem ise piyasa yapıcılığı sistemidir.

Çalışmamızın amacı; piyasa yapıcılığı sisteminin genel çerçevesinin, kamu borç yönetiminde ki öneminin ve 2000 yılından bu yana devam eden Türkiye uygulamasının; hem aracı kurumlar hem de Hazine Müsteşarlığı açısından analiz edilmesidir. Üç bölümden oluşan çalışmamızın ilk bölümünde sistem tüm yönleriyle ele alınmış ve seçilmiş çeşitli ülke örnekleriyle konu pekiştirilmiştir. İkinci bölümde sistemin Türkiye uygulaması incelenmiş, 2000-2013 yılları arasındaki gelişimi analiz edilmiş ve son hali değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde ise sistemin Türkiye uygulaması, sistemle bağlantılı verilerden yola çıkılarak değerlendirilmiş, Türk bankacılık sistemi ve kamu borç yönetiminin finansmanı konularında başarısı irdelenmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Piyasa yapıcılığı sistemi, Kamu borç yönetimi

## Abstract

# **PRIMARY DEALERSHIP SYSTEM AT PUBLIC BORROWING AND TURKISH CASE**

**Aysu MOROĞLU**

**Department of Economics**

**Anadolu University School of Social Sciences, September 2013**

**Adviser: Prof. Dr. Mustafa ÖZER**

Especially in developing countries, one of the most important problems is the finance of public deficits. In this regard, there are mainly two methods can be applied for countries. These methods are to closure of budget deficits with internal borrowing or external borrowing. When we consider about Turkish economy within the data for 2012, we will see that there are 408.3 billion TL of domestic debt, and there are 154.6 billion TL of external debt. Especially in countries like Turkey, which have bigger internal debt stock than external debt stock, public debt administrations become considerably important. The purpose of debt administration is to finance budget deficit with lowest possible cost and risk. At the financing of public debt, the most generally acknowledged method to minimize risk and cost of public debt administration is primary dealership system.

The purpose of this study, is to analyze the general framework of primary dealership system's importance on public debt management and Turkish case, which has been continuing since 2000, both in terms of Primary Dealers and Treasury. In the first part of this three-part-study, all aspects of the system are discussed and the topic are strengthened with the examples of various selected countries. In the second part, Turkish application of system have been examined, the development between 2000 and 2013 is analyzed and the final version is evaluated. Lastly in the third part, Turkish case of the system is reviewed in terms of the economic data on the system and its success in Turkish banking system and financing the public debt management is examined.

**Keywords:** Primary Dealership System, Public Debt Management

## **ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ**

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

**Aysu MOROĞLU**

## İçindekiler

	<u>Sayfa</u>
Jüri ve Enstitü Onayı.....	ii
Öz.....	iii
Abstract.....	iv
Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi.....	v
Özgeçmiş.....	vi
Tablolar Listesi.....	x
Şekiller Listesi.....	xi
Giriş.....	1

### Birinci Bölüm

#### Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Dünya Uygulamaları

1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Tanımı ve Özellikleri.....	3
2.Piyasa Yapıcısının Tanımı ve Özellikleri.....	7
2.1.Piyasa Yapıcısı .....	7
2.2.Piyasa Yapıcısının Yeterlilik Kriterleri.....	11
2.2.1.Finansal kapasite.....	11
2.2.2.İdari kapasite.....	12
2.2.3.Piyasa tecrübesi.....	12
2.3.Piyasa Yapıcısının Yükümlülükleri .....	13
2.3.1.Birincil piyasa yükümlülükleri.....	13
2.3.2.İkincil piyasa yükümlülükleri.....	14
2.3.3.Diğer yükümlülükler.....	15

2.4.Piyasa Yapıcısının Ayrıcalıkları.....	16
2.4.1.Birincil piyasa ayrıcalıkları.....	17
2.4.2.İkincil piyasa ayrıcalıkları.....	17
2.5.Piyasa Yapıcısının Denetimi.....	19
3.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Dünya Uygulamaları.....	21
3.1.Amerika Birleşik Devletleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	22
3.2.İngiltere Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	24
3.3.İtalya Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	25
3.4.Fransa Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	27
3.5.Hindistan Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	28
3.6.Brezilya Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	29

## İkinci Bölüm

### Türkiye’de Piyasa Yapıcılığı Sistemi

1.Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi.....	31
2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Tarihsel Gelişimi.....	36
2.1.2000-2001 Başlangıç Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi. ....	38
2.1.1.Piyasa yapıcıların belirlenmesine ilişkin kriterler.....	39
2.1.2.Piyasa yapıcıların ayrıcalıklarına ilişkin kriterler.....	39
2.1.3.Piyasa yapıcıların yükümlülüklerine ilişkin kriterler.....	40
2.1.4.Piyasa yapıcıların denetimine ilişkin kriterler.....	42
2.1.5.Hazinenin yükümlülüklerine ilişkin kriterler.....	43
2.1.6. 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminin değerlendirilmesi.....	43
3.1.2002-2003 Başlangıç Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	45
3.1.1.Piyasa yapıcıların ayrıcalıklarına ilişkin değişiklikler.....	45

3.1.2.Piyasa yapıcılarının yükümlülüklerine ilişkin değişiklikler.....	50
3.1.3.Piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin diğer değişiklikler.....	52
4.1.2003-2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	53
5.1.2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	58
6.1.2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	60
7.1.2006-2007 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	63
8.1.2007-2008 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	66
9.1.2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	67
10.1.2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	70
11.1.2010-2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	72

### Üçüncü Bölüm

#### Türk Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Değerlendirilmesi

1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin İşleyişine İlişkin Değerlendirmeler.....	79
1.1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Yapısal Analizi.....	79
1.2.Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Faiz Oranlarının Analizi.....	81
2.Piyasa Yapıcılara İlişkin Değerlendirmeler.....	83
1.1.Devlet İç Borçlanma Senetlerinin İhracına İlişkin Analiz.....	83
1.2.Piyasa Yapıcılarının Faiz Gelirlerine İlişkin Analiz.....	86
3.Sonuç ve Öneriler.....	89
Kaynakça.....	93



## Tablolar ve Şekiller Listesi

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1 .Çeşitli Ülkelerde Piyasa Yapıcıları Denetim Otoriteleri.....	20
Tablo 2. Çeşitli Ülkelerin Piyasa Yapıcılığı Sistemini Uygulamaya Başlama Tarihi.....	22
Tablo 3. Kamu Borç Stoku.....	31
Tablo 4. 2012 Yılı İç Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı.....	35
Tablo 5. Piyasa Yapıcı Bankaların Aktif Yapılarındaki DİBS Stokları.....	85
Tablo 6. Piyasa Yapıcı Bankaların DİBS'lerden Elde Ettikleri Faiz Gelirleri.....	87
Şekil 1. DİBS Faiz Oranlarının Zamana Göre Değişimi.....	82

## Kısaltmalar Listesi

<b>ABD</b>	:Amerika Birleşik Devleti
<b>BDDK</b>	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>DİBS</b>	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>FED</b>	:Federal Reserve Bank(Amerika Merkez Bankası)
<b>FRBNY</b>	:Federal Reserve Bank of New York
<b>FSA</b>	:Financial Services Authority
<b>GES</b>	:Gelire Endeksli Senet
<b>IMF</b>	:International Monetary Fund(Uluslar arası Para Fonu)
<b>İMKB</b>	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>LSE</b>	:London Stock Exchange(Londra Menkul Kıymetler Borsası)
<b>MÜSİAD</b>	:Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği
<b>ROT</b>	:Rekabetçi Olmayan Teklif
<b>SGS</b>	:Specialists in Government Securities(DİBS Uzmanı)
<b>TBB</b>	:Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCMB</b>	:Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TMSF</b>	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

## Giriş

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, gelişim sürecine paralel olarak yerleşmeye başlayan, modern devlet anlayışı, kamu harcamalarının artmasına neden olur. Artan kamu harcamalarının, devletin geliri olan vergi gelirleriyle karşılanması mümkün olmadığında, oluşan bütçe açıkları, kamu borçlanması ya da dış borçlanmayla kapatılmaya çalışılır. Kamu borçlanması iç kaynakların ülke içinde transferi anlamına geldiğinden, hükümetler bu aşamada iç borçlanmayı tercih ederler.

İç borçlanma yoluna giden hükümetlerin yararlanabileceği 4 kaynak söz konusudur. Bunlar:

- Merkez Bankası
- Mevduat Kurumları
- Ticari Bankalar
- Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Kit'ler

şeklinde sıralanabilir.

İç borçlanmanın en önemli kaynağı ise ticari bankalardır. Günümüz itibariyle, devletin iç borçlanma enstrümanı olan devlet iç borçlanma senetleri(DİBS)'nin önemli bir kısmı, bankalar tarafından birincil piyasadan ihraç edilerek, ikincil piyasada yatırımcıyla buluşturulur.

Türkiye'de 2000 yılında, IMF ile yapılan stand-by anlaşmasında, borçlanmanın finansmanı ile ilgili kısımda, iç borçlanmanın yapısal ayağı olarak piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmaya başlanması kararlaştırılmıştır.

Piyasa yapıcılığı sistemi; bir grup profesyonel aracıya(piyasa yapıcı) kamu borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasasında resmi olarak sağlanan belli haklar ve yerine getirmeleri gereken belli yükümlülükler ile ikincil piyasada likiditeyi arttırıcı ve volatilitiyi azaltıcı faaliyetlerde bulunarak, borç çevirme riskinin azaltılması, yatırımcı

tabanının geliştirilmesi, şeffaf rekabetçi ve daha organize bir piyasa oluşturulması amaçları ile kurulan sistemdir.<sup>1</sup>

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi 2000 yılı Mayıs ayında uygulanmaya başlanmış, ancak yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından sistemin uygulanmasına, Kasım 2000’de ara verilmek zorunda kalınmıştır. Mayıs 2001’de ise sözleşme süresinin dolmasıyla beraber sistem resmi olarak son bulmuştur. Daha sonra güçlendirilmiş yeni haliyle uygulanmaya başlanan sistem 2002 yılından günümüze kadar DİBS’lerin satışına aracılık etmiş ve zaman içerisinde olgunlaşarak 2010 piyasa yapıcılığı sözleşmesiyle son halini almıştır.

Türkiye’de 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun uyarınca, piyasa yapıcılığı sistemi kapsamında belirlenen aracı kurumlar sadece bankalar arasından seçilebilmektedir. Sistemin ilk uygulandığı 2000-2001 döneminde 19 olan piyasa yapıcı banka sayısı, günümüzde 13’tür.

Ülkemizde piyasa yapıcı bankalar Hazine Müsteşarlığı tarafından sistemin uygulama dönemi başlamadan önce kamuoyuna duyurulan kriterler baz alınarak seçilir. 2013 yılı itibarıyla piyasa yapıcılığı görevini üstlenmiş bankalarımız; Akbank, Denizbank, Deutsche Bank, Finansbank, HSBC Bank, ING Bank, TEB, Garanti Bankası, İş Bankası, Vakıflar Bankası, Halk Bankası, Ziraat Bankası ve Yapı ve Kredi Bankası’dır.

Türkiye’de 2000 yılında uygulamaya başlanan ve şu an itibarıyla da geçerliliğini koruyan piyasa yapıcılığı sisteminin, tüm yönleriyle ele alındığı çalışmamızda, öncelikle sistemin uygulanabilmesi için gerekli ve yeterli kriterler, dünya uygulamalarıyla beraber ele alınmış, ardından sistemin Türkiye örneğinin gelişim ve değişim süreci ayrıntılı olarak incelenmiş ve sonuç olarak da sistemin Türk Bankacılık Sistemine etkileri ve Kamu Borç Yönetiminde ki finansman başarısı irdelenmiştir.

---

<sup>1</sup>T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı(2013).*Kamu Borç Yönetimi Raporu*.Ankara, s. 85.

## Birinci Bölüm

### Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Dünya Uygulamaları

#### 1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Tanımı ve Özellikleri

Ekonominin en temel tanımlarından biri olan piyasa, mal ve hizmet karşılığında para vermek isteyen alıcılarla, para karşılığında mal ve hizmet sunmak isteyen satıcıları buluşturan yerdir. İktisadi açıdan piyasa, üretilmiş mal ve hizmetler ile bu mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan üretim faktörlerinin karşılaştıkları gerçek piyasalar ile fon arz edenler, fon talep edenler, fon akımlarını düzenleyen kurumlar, bu akımı sağlayan araçlar ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan mali piyasalardan meydana gelir. Piyasa yapıcılığı sistemini içinde barındıran piyasa çeşidi mali piyasalardır. Mali piyasalar para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere ikiye ayrılır.

Para piyasası kısa vadeli fonların(bir yıldan az) karşılaştığı piyasalardır. Araçları; para, döviz, altın, kambiyo senetleri ve vadesi bir yıldan az olan vadeli senetlerdir. Para piyasaları işlem gördükleri yere göre ikiye ayrılırlar; bunlar yurtiçi piyasalar ve yurtdışı piyasalardır. Para piyasalarında yapılan işlemlerin çoğunu bankalar yönetirler.

Sermaye piyasası ise; uzun ve orta vadeli fonların karşılaştığı piyasadır. Araçları; hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasasının temel amacı yatırımcılarla girişimciler arasındaki fon akışını; ortaklık sağlayan hisse senetleri ya da tahvil finansman bonosu gibi borçlu-alacaklı ilişkisi yaratan yatırım araçları vasıtasıyla karşılamaktır. Burada bankalar ve finans kurumlarından oluşan aracı kuruluşlar, yatırımcıların talepleri doğrultusunda sermaye piyasası alım satım işlemleri ile şirketlerin hisse senetlerinin veya borçlanma senetlerinin halka arzını gerçekleştirirler.

Türkiye’de sermaye piyasası başlıca; fon arz edenler, fon talep edenler, Sermaye Piyasası Kurulu(SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)<sup>2</sup> ve İMKB Takas ve

---

<sup>2</sup>İMKB, 2013 yılında yerini Borsa İstanbul(BİST)’a bırakmıştır. Çalışma boyunca ilgili kurumdan İMKB kısaltmasıyla bahsedilmiştir.

Saklama Bankası(Takasbank) unsurlarından oluşur. Sermaye piyasası birincil piyasa ve ikincil piyasa olmak üzere ikiye ayrılır.

Birincil piyasa; tasarruf etmek isteyen yatırımcılarla, hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç etmek isteyen şirketlerin doğrudan karşılaştıkları piyasadır. Şirketlerin hisse senedi halka arzı birincil piyasa işlemlerinin en yaygın örneğidir. Şirketler, orta ve uzun vadeli fon taleplerini, birincil piyasadan temin ederler. Birincil piyasalar hisse senetleri ve tahvillerin ilk kez ihraçtan alındığı piyasalar olarak da bilinirken, Türk Hukuk Sistemi'nde menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, kural olarak hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler.

İkincil piyasa; yukarıda da belirttiğimiz gibi birincil piyasada menkul kıymetleri ihraç edenler, istedikleri zaman bunları tekrar paraya çevirmek için ihraç eden kuruluşa başvuramazlar ancak bu işlemi ikincil piyasada gerçekleştirebilirler. İkincil piyasa menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır. Bunun en güzel örneği menkul kıymet borsalarıdır. İkincil piyasa menkul kıymetler borsaları ve bazı gelişmiş ülkelerde 'overthecounter'(tezgah üstü)<sup>3</sup> olarak adlandırılan borsa dışı piyasalarda, menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır.

İktisadın en temel tanımlarından birisi olan piyasa en basit şekliyle, kuşkusuz arz ve talebin bulunduğu ortam olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda iktisadi aktivitenin gerçekleşebilmesinde arz, talep ve bunların karşılaştığı ve piyasa olarak adlandırılan ortam temel koşullardandır. Para ve sermaye piyasalarında ise arz ve talebin temelinde bulunan iktisadi nesne kuşkusuz kaynaktır. Bu piyasalarda taraflar gerçek kişi olduğu kadar, tüzel kişi ve devlet de olabilmektedir. Para ve sermaye piyasalarında transfer aşamasında tarafları en yakından ilgilendiren konu işlemin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğidir. Bu sorunun cevabı ise temel olarak kaynağı talep edenin geri ödeme gücüne, niyetine buna bağlı olarak da belirlenecek olan fiyatına bağlıdır. Fiyatın temel bileşenleri arasında baz faiz dediğimiz risksiz faiz, buna ilave olarak da risk primi bulunmaktadır. Bu aşamada borçlanıcının devlet olmaması durumunda seviyesi farklı

<sup>3</sup>Tezgah Üstü Piyasalar: Organize olmuş her hangi bir borsaya sahip olmayan ve işlemlerin sanal ortamda bilgisayar ağı ya da telefon aracılığıyla gerçekleştirildiği piyasalardır.

olmakla birlikte risk primi hep söz konusudur. Riski seven yatırımcılar risk primi nedeniyle artan oranların bulunduğu taraflara doğru giderken, riskten kaçınan yatırımcılar için devlet borç verilecek cazip bir alan olmaktadır.<sup>4</sup>

Mali piyasalarda devletin yatırımcılara borçlanması bir yatırım ve finansman aracı olan ‘Devlet İç Borçlanma Senetleri(DİBS)’yle gerçekleştirilir. DİBS’ler devletin fon oluşturmak ve bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla çıkarttığı iç borçlanma senetleridir. DİBS’ler devlet garantisinde sabit getirilidir. Hazine bonoları ve devlet tahvilleri olmak üzere iki tür DİBS vardır. Bunlardan hazine bonoları bir yıldan kısa vadeliyken, devlet tahvillerinin vadesi bir yıldan daha uzundur. Her iki senette yabancı para yada dövize endeksli olabilmektedir. Ayrıca DİBS’ler vade sonu beklenmeden ikincil piyasada nakde çevrilebilme özelliğini taşırlar.

Sermaye akışlarının dalgalı, nominal faiz oranlarının yüksek ve yapısal rekabetin zayıf olması gibi makroekonomik dengesizliklerin yaşandığı ülkelerde, borçlanma maliyetinin birincil piyasa işlemleri sürecinde belirlenmesi nedeniyle borç yöneticileri ağırlıklı olarak birincil piyasaya ilişkin hedefler üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. Aslında ihraç edilen tahvillerin vadesi dolana kadar alınıp satıldığı DİBS ikincil piyasaları da, devlet borç yönetimi konusunda en az birincil piyasalar kadar önemlidir. Şöyle ki; DİBS ikincil piyasa etkinliğinin yüksek olması, birincil piyasayı daha cazip hale getirmekte, talep miktarının artmasını sağlamakta ve devlet finansman ihtiyacının karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Etkin ikincil piyasalar, müşteri tabanını genişletmenin ve ortalama borç maliyetini azaltmanın yanında riskleri etkin yönetmesi gereken tecrübeli bir finans sektörünün gelişimine katkı sağlamaktadır.<sup>5</sup>

Devletin borçlanması söz konusu olduğunda, borç yönetiminin temel hedefi önceki dönem borçlarının ödenmesinden kaynaklanan borç ödeme ihtiyacı ile yeni dönem ihtiyaçlarına en düşük maliyetle kaynak bulmaktır. Bu amaç doğrultusunda yola çıkılarak; öncelikle kamu borçlanma maliyetinin düşürülmesi bunun yanı sıra birincil piyasada sürekli ve etkin borçlanmanın sağlanması ve ikincil piyasada likiditenin

<sup>4</sup>Ş.Babuşcu (2010). Piyasa yapıcılığı sistemi, Türkiye ve son düzenleme. *Ekonomist Dergisi*,s. 37. <http://www.akademiogretim.com.tr/makale.php?islem=detay&makaleid=64> (Erişim Tarihi: 10.11.2012)

<sup>5</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.7.

arttırılması hedeflenmiş ve bazı ülkelerde ‘piyasa yapıcılığı sistemi’ adı altında sistematik bir düzen hayata geçirilmiştir. Piyasa yapıcılığı sistemi kısaca birincil piyasa işlemlerinde etkinliği arttırmak ve ikincil piyasaların işleyişini kolaylaştırmak amacıyla hazine ya da merkez bankalarının borçlanma senedi ihracı, döviz müdahalesi türü işlemlerinde sadece belli kriterlere göre seçtiği banka ve diğer bazı kuruluşları taraf kabul ettiği sistemdir.

Mali piyasalarda iplerin devletin elinde olması nedeniyle DİBS’lerin yer aldığı birincil ve ikincil piyasalar devlet politikaları yoluyla desteklenebilirler. Piyasa yapıcılığı sistemi bu destekten de faydalanıp; birincil piyasada sürekli ve etkin borçlanmanın sağlanması ve ikincil piyasada likiditenin arttırılması kanalıyla kamu borçlanma maliyetlerini düşürmeyi amaçlamaktadır.

Piyasa yapıcılığı sistemi, ilk olarak Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) tarafından, para politikasının yürütülmesine destek sağlamak amacıyla 1960 yılında geliştirilmiştir. Ardından 1974 yılında Brezilya, 1986 yılında ise İngiltere, sistemin ilk uygulayıcılarından olmuştur. 2001 yılı Nisan ayında IMF tarafından 39ülkenin katılımıyla gerçekleştirilen ankette 29 katılımcının piyasa yapıcılığı sistemini uyguladığı, 10’unun ise uygulamadığı bildirilmiştir. Ankete katılan, piyasa yapıcılığı sistemini uygulamayan 10 ülkeden 3’ünün gelişmiş (Almanya, Avustralya, Yeni Zelanda), 4’ünün yükselen (Şili, Endonezya, Litvanya, Polonya) ve 3’ünün gelişmekte olan (Kenya, Maritus, Suudi Arabistan) ülke ekonomileri olduğu saptanmıştır.<sup>6</sup>

Ülkemizde piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak 2000 yılında uygulanmaya başlanmış, ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan krizlerin ardından uygulamaya ara verilmek zorunda kalınmıştır. Daha sonra 2002 yılında piyasalardaki gelişmelere paralel olarak sistem tekrar hayata geçirilmiştir.

---

<sup>6</sup>M. Arnone ve G. Iden (2003). *PrimaryDealers in GovernmentSecurities: PolicyIssuesandSelectedCountries’ Experience*, IMF WorkingPaper. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf> (Erişim Tarihi: 14.01.2013).



## 2.Piyasa Yapıcısının Tanımı ve Özellikleri

### 2.1.Piyasa Yapıcısı

Piyasa yapıcı; DİBS'lerin birincil piyasada talebini yaratmak ve ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasa tarafından likiditesini sağlamakla görevli kuruluştur. Diğer bir deyişle, piyasa yapıcı; piyasaların düzenli ve etkin çalışmasını sağlamak ve görevli olduğu menkul kıymetlerin sürekli bir piyasasının oluşmasını sağlamak için kendi nam ve hesabında çift taraflı kotasyon vermekle yükümlü olan aracı kuruluştur. Piyasa yapıcının en temel amacı DİBS piyasalarındaki etkinliği ve akışkanlığı arttırmaktır.

Piyasa yapıcılar borç yöneticileri tarafından seçilir. Bazı ülkelerde piyasa yapıcılığı görevi merkez bankasının para politikası işlemlerini yürüten kurul tarafından üstlenilirken, bazı ülkelerde farklı bir kurul tarafından yönetilir.

Gelişmekte olan ülkeler piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması ile, kamu finansmanının piyasa kaynaklı gerçekleştirilmesinin sağlanması, para politikasının piyasa kaynaklı uygulanmasının kolaylaştırılması ve etkinleştirilmesi, devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç yöntemlerinden biri olan ihale sisteminin desteklenmesi ve sabit getirili tahvil ihraç etmek suretiyle efektif vadenin uzatılması hedeflenmektedir. Gelişmiş ülkelerde piyasa yapıcılığı sistemine ihtiyaç duyulmasının sebepleri daha farklıdır. Gelişmiş ülke borç yöneticileri piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasıyla, para politikasının etkin uygulanmasına destek sağlamayı, piyasa risklerini azaltmayı, piyasa bilgisini artırmayı, ürün ve süreç yeniliklerini güçlendirmeyi, nihai yatırımcılara daha kolay erişim sağlamayı, devlet iç borçlanma senetlerinin satışlarını teşvik etmeyi ve borç yönetimi politikasının oluşturulması ve uygulanmasında piyasa yapıcı olarak atanan piyasa katılımcılarının etkin destek ve hizmetlerini kazanmayı hedeflemektedirler.<sup>7</sup>

Kısacası; piyasa yapıcılığı sistemi geliştirmekte olan ve gelişimini tamamlamış ülkeler için farklı beklentiler neticesinde uygulanmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin piyasa yapıcılığı sistemini uygulamadaki temel amacı kamu borç finansmanını piyasa

<sup>7</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.10.

kaynaklı olarak sağlamakken, gelişmiş ülkelerin sistemden temel beklentisi ilgili ülkelerin para politikalarını uygulama sürecini kolaylaştırmak ve daha etkin hale getirmektir.

Piyasa yapıcının birincil piyasaya ilişkin temel görevi; DİBS ihalelerine katılımı sağlayarak devletin borç finansmanı ihtiyacını karşılamaktır.

Piyasa yapıcının ikincil piyasaya ilişkin temel görevi ise sürekli ve çift taraflı çalışarak teklif ve işlem yükümlülüklerini yerine getirmek ve bu yolla DİBS'lerin likiditesini arttırarak birincil piyasa işleyişine destek olmaktır.

Piyasa yapıcılar belirlenen menkul kıymet fiyatları üzerinden sürekli bir alım-satım, talep-teklif faaliyeti içerisinde bulunarak kesintisiz bir DİBS piyasası oluşmasını sağlarlar. Bu işlem esnasında piyasa yapıcı devlet ile müşteri arasında aracı kuruluş görevi üstlenmekte ve her iki taraf içinde alışveriş kolaylığı sağlamaktadır. Aracı kuruluş hizmeti gören piyasa yapıcı bu görevi karşılığında alım-satım kotasyonları arasındaki açıklıktan kaynaklanan yani alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farka tekabül eden miktar kadar kazanç elde etmektedir.

Piyasa yapıcı sayısının yetersiz olması durumunda yabancı katılımcılara rekabeti arttırmak amacıyla piyasa yapıcısı olma izni verilebilir. Böyle bir durumda sistem tecrübesi olan yabancı yatırımcılar gelişim sürecinin hızlandırılmasına katkıda bulunabilirler. Ancak yabancı piyasa yapıcıların hem denetiminde hem de ülke içerisinde değişebilecek koşullarda piyasada kalıcılıklarının sağlanmasında bir takım güçlüklerle karşılaşılabilir.<sup>8</sup>

Piyasa yapıcılığı sisteminde güçlü bir DİBS birincil piyasasının oluşturulması, ikincil piyasanın ne kadar etkin olduğuyla alakalı bir durumdur. İkincil piyasa ne kadar gelişmişse satışa sunulan devlet iç borçlanma senedinin nakde dönüştürülmesi süreci o kadar kısa olur. Dolayısıyla aracı kuruluşların maliyeti de artan satış hızına paralel olarak azalır. Borç yöneticileri tarafından belirlenen piyasa yapıcı sayısı ne kadar çoksa

---

<sup>8</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.14-15.

beklenen ortalama kazançta o kadar az olur. Ancak diğer taraftan piyasa yapıcı sayısı ne kadar fazla ise paylaşılan riskte o kadar az olacaktır.

Piyasa yapıcılığı sisteminde etkin bir birincil piyasa, borçlanma ihtiyacını düzenli, güvenilir ve olabilecek en düşük maliyetle karşılamayı sağlarken, etkin ve gelişmiş bir ikincil piyasa ise birincil piyasadaki koşulların olgunlaşmasının tek yoludur. Borç yöneticileri tarafından etkin ve istikrarlı bir DİBS piyasasının oluşturulması devletin borçlanma maliyetini ve buna bağlı risklerini azaltır. Ayrıca mali piyasalar geliştirilir ve merkez bankasının para politikası araçlarının dolaylı olarak kullanılması desteklenmiş olur. Bunların yanı sıra yatırımcılara getirisi yüksek, risksiz yatırım aracı alternatifleri sunulmuş ve yatırımlara teşvik sağlanmış olur.

İkincil piyasasının gelişmişlik düzeyi, borçlanma maliyetini belirleyen en önemli faktörlerden biridir. Piyasa genişledikçe ve derinleştikçe borç yöneticisi, birincil piyasada ihraç ettiği kıymetler için daha iyi fiyat teklifi alacak ve böylece borçlanma maliyetini azaltma imkanına kavuşacaktır.<sup>9</sup>

Piyasa yapıcılığı sisteminin her ülke için değerlendirilmesi farklıdır. Öncelikle sistemin uygulanabilmesi için ilgili ülkede yeterli sayıda piyasa yapıcı niteliği taşıyabilecek kuruluşun olması şarttır. Aksi halde rekabetçi bir ortam sağlanamayacak ve tekelci bir piyasa oluşması riskiyle karşı karşıya kalınacaktır. Oysa rekabetin artması komisyonların ve alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farkın azalması ve bunun sonucu olarak da ikincil piyasada maliyetlerin düşmesi anlamına gelir. İkincil piyasa maliyetlerinin azalması sonucunda ise DİBS'lerin likiditesi ve dolayısıyla birincil piyasadaki talebi artacaktır.

Likidite riskinin yönetimi için borç yöneticilerinin; kısa vadeli borç itfalarının toplam itfa içerisinde belli bir oranı aşmaması, sabit ve değişken faizli borçlanma enstrümanları ağırlıklarının ayarlanması, kısa vadeli döviz cinsi borçlanmaların döviz rezervleri ve/veya ihracat gelirlerinin belli bir oranda tutulması, döviz cinsi borçlanmanın toplam

---

<sup>9</sup>S.Gray (1996). The Management of Government Debt, Handbooks in Central Banking .*Centre for Central Banking Studies Bank of England*, aktaran A.B.Aydın(2005).Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.11.

borçlanma içerisindeki oranının sınırlandırılması, nakit yönetiminin günlük bazda takip edilmesi ve nakit akım tahminlerinin yapılması, borç geri ödemelerinin belli bir oranında hesaplarda sürekli olarak nakit rezerv tutulması konuları üzerinde önemle durmaları gerekmektedir.<sup>10</sup>

DİBS'lerin ihracı ihale yöntemiyle gerçekleşir. İhale yöntemi DİBS'lerin birincil piyasa da ihraç aşamasında en etkin fiyatının belirlenmesi için işletilen merkezi bir sistemdir. DİBS'lerin fiyatlarının saptanması aşamasında 'tek fiyat' ve 'çoklu fiyat' olmak üzere iki yöntem mevcuttur. Tek fiyat ihalesinde borç yöneticisi ihaleye gelen teklifler arasından maliyeti minimize edecek fiyatı saptar. Neticede ihaleye gelen tüm teklifler bu tek fiyat üzerinden değerlendirilerek işleme alınır. Çoklu fiyat ihalesinde ise ihaleye gelen tüm teklifler göz önüne alınarak hem alıcıya hem de satıcıya maksimum faydayı sağlayacak şekilde bir faiz oranı belirlenir. Bu aşamada borç yöneticisi piyasa şartlarını iyi analiz etmeli ve ilgili ihale fiyatlarını bu bağlamda belirlemelidir. Çünkü yapılan ihaleler sonucunda belirlenen fiyatlar hem borç yöneticilerinin borçlanma maliyetini hem de piyasa yapıcılarının birincil piyasa maliyetini belirler.

Piyasa yapıcılığı sisteminin başarılı olabilmesinin temel şartı DİBS'lerin likiditesinin yeterliliğidir. Zaten borç yöneticilerinin birincil ve ikincil piyasaya ilişkin tüm çabalarının temelinde likiditenin yeterli seviyeye ulaştırılması ve yeterliliğinin sağlanması amacı vardır.

Piyasa yapıcılığı sisteminin başarılı olabilmesinde etken olan bir diğer unsurda sistemin şeffaflığıdır. DİBS'lerin hem aracı kuruluşlarla olan hem de yatırımcılarla olan alım-satım sürecinin şeffaflığı sisteme olan güveni arttıracaktır. Şeffaflığın sağlanmasının ilk şartı ise ihale süreçlerinde gerçekleştirilen işlemlerin açık ve net şekilde kamuoyuna açıklanmasıdır. Şeffaflığı sağlamanın bir diğer şartı ise borç yöneticilerinin piyasa yapıcı seçme kriterlerinin olabildiğince şeffaf olmasıdır. Bu hem mevcut piyasa yapıcılarının üstlerine düşenleri eksiksiz olarak yerine getirmeleri için hem de diğer piyasa yapıcı

---

<sup>10</sup>N.Pehlivan (2005). *Risk analizine dayalı kamu borç yönetimi*. Marmara Üniversitesi, Maliye Sempozyumu Tebliği'nden aktaran A.B.Aydın(2005).Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.22.

olmaya aday kurumların sahip olmaları gereken yeterliliklerin bilincinde olmaları için gerekli bir şarttır.

## **2.2.Piyasa Yapıcısının Yeterlilik Kriterleri**

Piyasa yapıcısı seçilirken ilgili kuruluşun yükleneceği görevleri yerine getirip getiremeyeceği doğrultusunda bir değerlendirme yapılır. Bu değerlendirmenin başında ilgili kurumun sermaye yeterliliği, sağlam bir finansal yapıya sahip olup olmadığı, kurum çalışanlarının yeterli sayıda ve kapasitede olup olmadığı, kurumun teknik kapasitesinin sistemin işleyişi ve devamlılığı için istenen düzeye sahip olup olmadığı, işlem hacmi göz önünde bulundurularak hesaplanan aktif piyasaya katılım oranı, borç yöneticileriyle gerektiğinde sistemle ilgili iletişim kurmaya duyulan istek gibi bir takım kriterler yer alır. Tabii ki bu süreç piyasa yapıcıların belirtilen şartları sağlayıp sağlamadıklarının uzun süre gözlemlenmesiyle sonlandırılıp karar verilebilecek uzun bir süreçtir.

### **2.2.1. Finansal kapasite**

Finansal kapasite yeterliliği, piyasa yapıcısı olmak için aday olan kurumun sahip olması gereken minimum net sermayedir. Bu sermaye miktarı belirlenirken adayın mali kapasitesinin, DİBS'lerin aracı kurumunun yerine getirmesi gereken işlemleri karşılayabilecek ve ilgili piyasadaki kurumlarla rekabet edebilecek düzeyde olup olmadığı göz önünde bulundurulur. Ayrıca ilgili kuruluşun kuruluş yapısı incelenir ve net sermayesiyle ilgili taşıdığı riskler ve bu risklerle karşı karşıya kalması durumuna ilişkin planlarıyla ilgili değerlendirme yapılır.

Piyasa yapıcısı olmak isteyen kurumun ilk yerine getirmesi gereken yeterlilik kriteri finansal kapasitedir. Çünkü piyasa yapıcısı kurumlar hem alıcı hem de satıcıyla çift taraflı fon alışverişi ilişkisi içinde olduklarından, faizler dolayısıyla riske maruz kalabilmektedir. Piyasa yapıcısı kurum finansal açıdan ne kadar sağlam bir alt yapıya sahipse söz konusu risk kurum için o kadar küçük bir etkiye sahip olacaktır. Bu tedbirleri yeterli bulmayan bazı ülkeler, piyasa yapıcılardan, risk düzeyini minimuma çekmek amacıyla bir takım ek kriterleri yerine getirmesini isteyebilmektedir. Bu

kriterler kurumun piyasa yapıcılığı işlemleri için tahsis ettiği sermayenin DİBS piyasası dışında herhangi bir alanda kullanılmaması ve olağan durumlarda riski minimize etmeyi sağlayacak yedek sermayenin tahsis edilmesi şeklindedir. Ayrıca bazı ülkeler piyasa yapıcısı kurumdan, yeterlilik kriterlerinin yerine getirilmesi amacıyla bulundurulması gereken yeterli sermayenin sağlanamaması durumunda, kurum nezdinde meydana gelebilecek yetersiz sermaye riskine karşın, DİBS piyasalarında işlem devamlılığının sağlanabilmesi için söz konusu kurum dışında başka bir kurumda belirli miktarda kıymet bulundurmasını veya söz konusu riskle karşı karşıya kalındığında işlem devamlılığının desteklenmesi için kurum dışında başka bir kuruluştan garanti mektubu edinilmesini şart koşmaktadır.<sup>11</sup>

### 2.2.2. İdari kapasite

İdari kapasite yeterliliği adından da anlaşılacağı üzere; DİBS piyasasında piyasa yapıcıların işlemlerinin düzenli bir şekilde ve zamanında yerine getirilmesini sağlayacak yönetim kadrosunun kurulması anlamına gelir. Sistemin işleyişi alanında uzman kişiler tarafından takip edilmeli ve bu kişiler sistem de meydana gelebilecek risklere karşın sağlam bir kontrol mekanizmasına sahip olmalıdır.

Oluşturulan güçlü bir idari ekip ve bu idari ekip bünyesinde çalışan alanında uzman kişilerden kurulmuş alt kadro tarafından yönetilen işlemler sürekli bir verimlilik içerisinde devam edecek ve yine bu ekip tarafından oluşabilecek herhangi bir risk önceden gözlemlenip kontrol altında tutulacağından borç yöneticilerinin DİBS piyasa işlemleri için, piyasa yapıcıların sağlamasını istediği idari kapasite yeterlilik kriteri amacına ulaşmış olacaktır.

### 2.2.3. Piyasa tecrübesi

Piyasa tecrübesi kriteri borç yöneticileri tarafından çeşitli açılardan değerlendirilebilen bir kriterdir. Şöyle ki bazı ülkeler bu kriter üzerinde değerlendirme yaparken kurumun ilgili piyasadaki pazar payını göz önüne alırken bazıları kurumun ilgili piyasadaki

<sup>11</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.25.

geçmişini baz alarak değerlendirmede bulunur. Daha önce devlet iç borçlanma senedi piyasasında piyasa yapıcı olarak görev alan kurumlar ise geçmişte göstermiş oldukları performansları göz önüne alınarak değerlendirmeye tabi tutulurlar. İlgili performans değerlendirmesinde aday kurumun birincil piyasada daha önce katıldığı ihalelerde talep ettiği fon miktarı ve ihale sonunda kazandığı fon miktarı baz alınırken, ikincil piyasada ise kurumun gerçekleştirdiği işlem hacmi ve zaman içerisinde oluşturduğu müşteri portföyünün yanı sıra ilk defa piyasaya sürülen DİBS'lerin satışındaki başarısı baz alınır.<sup>12</sup>

## 2. Piyasa Yapıcılığı Yükümlülükleri

Piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcılarının yerine getirmesi gereken temel yükümlülük, birincil piyasada ihale sonucu kazanılan DİBS'lerin ikincil piyasada satışını gerçekleştirmektir. Piyasa yapıcılığı sisteminin temel işleyişi tüm ülkelerde genel hatlarıyla birbirine benzese de uygulamada ülkeden ülkeye bazı farklılıklar gösterebilmektedir.

### 2.1. Birincil Piyasa Yükümlülükleri

Borç yöneticilerinin piyasa yapıcılardan beklediği birincil piyasa yükümlülükleri, birincil piyasa için temel yükümlülük olan DİBS ihalelerine katılım yükümlülüğü çevresinde şekillenmiştir. Bazı ülkelerde piyasa yapıcılardan DİBS ihalelerine katılmaları yükümlülüğü miktar belirtilmeksizin istenirken, bazı ülkelerde ise minimum talep yükümlülüğü şart koşulmaktadır.

Birincil piyasada devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine katılım yükümlülüğü uygulaması ülkeden ülkeye değişmektedir. İhalede kazanılması gereken miktar 3 aylık, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler için belirlenebileceği gibi ihale başına da belirlenebilmektedir. Birincil piyasa için talep ve kazanıma ilişkin bir miktar belirtilmese de, ikincil piyasa için işlem payı yükümlülüğü getirilmesi dolaylı olarak birincil piyasada kazanım yükümlülüğü anlamına gelmektedir. Çünkü ikincil piyasa

<sup>12</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.26.

işlem yükümlülüğü zaten ihalelerden belirli miktarda alım yapmayı gerektirmektedir. Portekiz’de normal piyasa şartları altında piyasa yapımcılarının ihalelere düzenli katılımı beklenmekte ve rekabetçi koşullar altında ihraç edilen tutarın % 2’sinden az olmayacak bir tutarda alım yapmaları gerekmektedir. Söz konusu yükümlülük aynı zamanda piyasa yapımcılarının ikincil piyasa işlem hacminin de bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.<sup>13</sup>

## 2.2.2. İkinci Piyasa Yükümlülükleri

DİBS ikincil piyasasında, yani aracı kurum tarafından birincil piyasadaki ihale sonucu kazanılmış DİBS’lerin alıcılarıyla bulunduğu piyasada, piyasa yapımcısının yerine getirmesi gereken en önemli yükümlülük, yatırımcı ve devlet arasında alım-satım kotasyonu sürekliliğini sağlamaktır. Bu yükümlülüğün altında yatan temel neden ise DİBS piyasasında, satıcıdan alıcıya yani devletten aracı kuruma ya da aracı kurumdan yatırımcıya fon akışının hızlı ve sürekli biçimde gerçekleştirilmesidir.

Piyasa yapımcısı adı altında belirlenen kuruluşların, ikincil piyasalarda aralıksız işlem yapmak, kotasyon vermek, bir ihracın belli bir miktarını satın almak gibi yükümlülükleri bulunmaktadır.<sup>14</sup> Sistemin işleyişinde piyasa yapımcısı olarak görev alan aracı kuruluş, borç yöneticisi tarafından belirlenen aralık dahilinde, çift yönlü alım-satım kotasyonu vermekle yükümlüdür. Bu yükümlülüğün değerlendirilmesinde genellikle ölçüt kıymet<sup>15</sup>ler göz önünde bulundurulur. Piyasa yapıcılığı sistemini yeni uygulamaya başlayan özellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan piyasa riski yüksek ülkeler bu yükümlülükle ilgili şartları belirlerken çok dikkatli olmalı aracı kurumu zor durumda bırakmamalıdır.

Öte yandan alım-satım kotasyonu arasında, borç yöneticisi tarafından belirlenen aralık da, işlem hacminin büyüklüğü konusuyla yakından ilgilidir. Şöyle ki belirlenen aralığın çok büyük olması DİBS piyasasının fon akış hızını olumsuz etkileyecek ve yükümlülük amacına ulaşmamış olacaktır. Belirlenen aralığın çok dar olması ise yatırımcıyı

<sup>13</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.31-32.

<sup>14</sup> Ş.Babuşcu (2010). Piyasa yapıcılığı sistemi, Türkiye ve son düzenleme. *Ekonomist Dergisi*, s. 37. <http://www.akademiogretim.com.tr/makale.php?islem=detay&makaleid=64> (Erişim Tarihi: 12.03.2013)

<sup>15</sup> Ölçüt Kıymet: Piyasada yüksek likiditeye sahip olan ve benzer kıymetler için referans kabul edilen kıymettir.



kazancının düşük olması dolayısıyla DİBS'lerden uzaklaştıracak ve talep yetersizliğine neden olacaktır. Yani alım-satım kotasyonu aralığının doğru belirlenmesi hem yatırımcı hem aracı kuruluş hem de borç yöneticisi için çok büyük önem taşımaktadır. Bu aşamada borç yöneticisi ilgili aralığı belirlerken hem karşı karşıya kalınabilecek durumları çok iyi analiz etmeli, hem de aracı kuruluşun en azından maliyetini karşılayacak oranda bir alım-satım kotasyonu belirlemelidir. Kotasyonun belirlenmesinde dikkat edilmesi gereken en önemli hususlardan bir tanesi ise ilgili kıymetin piyasada sahip olduğu işlem hacmidir. Şöyle ki işlem hacmi yüksek olan bir kıymet alım-satım kotasyonu arasında ki aralık dar bile olsa aracı kuruluşun maliyetini karşılayabilecek getiriyi sağlayabilir. Yinede oluşabilecek tüm risklere karşın piyasa yapıcı ile borç yöneticisi arasında sürekli bir bilgi alışverişi mekanizması oluşturulmalıdır.<sup>16</sup>

Piyasa yapıcılığı sisteminde, piyasa yapıcısının yükümlülüklerinin belirlenmesinde en etken rolü sistemin gelişmişlik düzeyi oynar. Gün geçtikçe geleneksel yöntemlerin hayatımızdan silindiği gerçeği piyasa yapıcılığı sisteminde de kendini göstermektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyiyle bu gerçek birbirine paralel olarak ilerlemektedir. Gelişmiş ülkelerde piyasa yapıcılığı sistemini uygulanmasında, borç yöneticilerinin DİBS ihalelerini internet aracılığıyla gerçekleştirilebiliyor olması ve daha önce sisteme dahil olamayan bir çok yatırımcının piyasa yapıcısının aracılığı olmadan işlem sürecine katılabilmesi ve yine piyasa yapıcısının aracılığı olmadan internet aracılığıyla piyasa koşulları, faiz oranları, kıymet fiyatları vs tüm bilgileri edinebilmesi, bir çok piyasa yapıcılığı birincil ve ikincil piyasa yükümlülüğünün önemini yitirmesine neden olmuştur. Günümüz itibarıyla Türkiye piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında da bahsedilen iletişim yöntemlerinin hepsi özellikle 2011 yılında DİBS ihalelerinin gerçek ve tüzel kişilere açılmasıyla kullanılmaya başlanmıştır.

## 2.1.1. Birincil ve İkincil Piyasa

Birincil ve ikincil piyasa yükümlülükleri dışında, piyasa yapıcıların hemen tüm ülkeler nezdinde yerine getirmesi gereken üçüncü bir yükümlülükte; borç yöneticileri ve ülke merkez bankalarının istediği şekilde ve istediği aralıklarla sunması gereken mali analiz

<sup>16</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.32.

raporlarıdır. Bu raporlar genellikle genel ekonomik durum ve piyasaların durumuyla ilgilidir. Bu yükümlülüğün amacı hem piyasa yapıcıyı piyasa şartları analizi konusunda denetlemek hem de piyasalar hakkında bilgi sağlamaktır. Diğer yükümlülüklerde olduğu gibi burada da ülkeler arasında bazı farklılıklar gözlemlenmektedir. Piyasanın gelişmişlik düzeyine göre borç yöneticisinin ilgili raporu isteme sıklığı da farklılık göstermektedir. Piyasa ne kadar gelişmişse beklentiler o kadar güvenilir ve raporlamada o kadar seyreklerdir.

## 2. Piyasa araçları

Başka ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de piyasa yapıcısı statüsü, finansal kurumlar açısından bir prestij unsurudur. Ülkemiz piyasa yapıcısı finansal kuruluşlar, bankalardan oluşmaktadır. Hazine, bu bankalara sağlayacağı prestij karşılığında kendine bazı avantajlar elde etmektedir. Piyasa yapıcılığı sisteminde DİBS ihraç eden kurum olarak pek çok avantaj elde eden Hazine, sistem sayesinde ilk hedefine yani ihalelere yeterli katılımı sağlayarak kamunun en düşük maliyetle borçlanmasını sağlama hedefine ulaşabilir. Bu bağlamda Hazine, DİBS'lerin piyasada geniş bir kitleyi kapsayacak şekilde alıcısının ve satıcısının olmasından da emin olmak ister. Piyasa yapıcılığı sisteminin, DİBS ihalelerinde rekabet ortamını sağlayarak bu ortamı etkinleştirme gibi bir avantajı vardır.<sup>17</sup>

DİBS piyasasında piyasa yapıcılara tanınan ayrıcalıklar, tıpkı yerine getirilmesi istenen yükümlülükler gibi ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu ayrıcalıklar, birincil piyasada ikincil piyasada veya ilgili ülkenin merkez bankası bazında olabilir. Ayrıcalıkların tanınmasında ki temel amaç, aracı kurumun yükümlülüklerini yerine getirmesi konusunda adaptasyonunu arttırmaktır. Sağlanan ayrıcalıklar, aracı kurumlara işlem gördükleri piyasalarla ilgili avantajlar sağlamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik dalgalanmaların ve dolayısıyla piyasa riskinin yüksek olması, piyasa yapıcıları sağlanan ayrıcalıklara sahip olmak için, yükümlülüklerini yerine getirmeye motive etmekte ve DİBS piyasasının likiditesinin devamlılığına yardımcı olmaktadır.

<sup>17</sup> B.E.Yılmaz (2005).*Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi*. İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, s.47.

#### 2.4.1. Birincil piyasa ayrıcalıkları

Piyasa yapıcılığı sisteminde, piyasa yapıcılara tanınan ayrıcalıklar, sistemin işleyişiyle ilgili diğer tüm alanlarda olduğu gibi, birincil piyasayla ilgili ayrıcalıklarda da ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Yine de tüm ülkelerde birincil piyasaya ilişkin ayrıcalıklar, sisteme ilişkin ayrıcalıkların en önemli kısmını oluşturmaktadır. Bunun temel nedeni ise birincil piyasada işlemlerin borç yöneticisi ve aracı kurum arasında gerçekleşmesi ve borç yöneticisinin piyasaya doğrudan etki edebilmesinin daha kolay olmasıdır.

Bazı ülke uygulamalarında piyasa gelişiminin ilk dönemlerinde, piyasa yapıcılarının desteklenmesi amacıyla finansal kurum, şirket, yurt dışı yerleşikler gibi katılımcıların ihalelere doğrudan katılımı engellenebilmektedir. Nihai yatırımcıların ihalelere doğrudan katılımlarının engellenmesi ve kıymetlerin alımının sadece piyasa yapıcılar aracılığıyla gerçekleştirilmesinin zorunlu kılınması piyasa yapıcıların piyasayı doğru analiz etmelerinin önemini artırmaktadır. Bu süreçte, piyasa yapıcıların kazanç sağlama olanakları artmaktadır.<sup>18</sup>

Bu ayrıcalıkların dışında birincil piyasalarda özellikle sistemin gelişmişlik düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde, piyasa yapıcılar ihalelere iletişim araçları yoluyla da katılabilmekte ve böylelikle aracı kurumlar, ihalede verecekleri fiyat ve alım-satım kotasyonu değerlendirmesi için vakit kazanmaktadır. Türk piyasa yapıcıları da günümüzde ihalelere telefon ve mail yoluyla katılabilmek ayrıcalığına sahiptir.

#### 2.4.2. İkincil piyasa ayrıcalıkları

Borç yöneticileri tarafından DİBS ikincil piyasasında, piyasa yapıcılar için tanınan en önemli ayrıcalık, diğer katılımcıların yapma yetkisi olmayan bir takım işlem tiplerini, piyasa yapıcıların yapabilmesidir. Ayrıca piyasa yapıcılar, DİBS ödünç piyasasından çeşitli şekillerde yararlanabilme ayrıcalığına sahiptirler. Şöyle ki, borç yöneticileri

---

<sup>18</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.35.

tarafından belirlenen kıymetler üzerinde, piyasa yapıcıları ödünç işlemi gerçekleştirebilir ve bu kıymetleri repo işlemlerinde kullanabilirler.

Piyasa yapıcılar, borç yöneticileri tarafından belirlenen kıymetleri, belirlenen miktarlarda stoklarında bulundurmamakla yükümlüdürler. Piyasa yapıcısının elinde, ilgili kıymetten bulunmaması durumunda ise, piyasa yapıcısı bu kıymeti DİBS ödünç piyasasından ödünç alabilir veya elinde ilgili kıymetten fazla miktarda varsa ihtiyacı olan başka bir piyasa yapıcıya ödünç verebilirler. Bazı ülkelerde sadece bu işlemi gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş kurullar yer almaktadır. Bu kurullar kıymet fazlası ve kıymet noksanı olan piyasa yapıcılar arasında aracı görevi görmektedirler. Yine bazı ülkelerde kıymet noksanı olan piyasa yapıcısının ihtiyacını karşılamak için rekabetçi ihale sistemi uygulanmakta ve kıymet karşılığı piyasa yapııcılardan teminat ve komisyon talep edilmektedir. En çok ödünç verme komisyonunu teklif eden piyasa yapıcısı ilgili kıymeti ödünç almaya hak kazanır.

Bazı ülke uygulamalarında piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde piyasa yapıcılarında açığa satış yapabilmek gibi bir ayrıcalık da tanınabilmektedir. Açığa satış, devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesini artıran ve etkin fiyat saptanmasına (aktif işlem yapılmasının sağlaması yoluyla) olanak tanıyan bir imkandır. İngiltere’de piyasa yapıcılarının devlet iç borçlanma senetleri işlemlerinde açığa düşmelerine izin verilmektedir. Bu imkanla, piyasa yapıcılarının daha güçlü devlet iç borçlanma senetleri pozisyonu taşıyabilmelerinin ve uzun vadeli pozisyonları için riskten korunabilmelerinin sağlanması amaçlanmaktadır. Piyasa yapıcılarının açığa satış yapmalarına izin verilmesi daha likit bir piyasanın oluşturulmasına olanak tanımaktadır. Piyasa yapıcılarının sadece portföylerinde yer alan kıymetlerin satışını yapmalarına izin verilmesi, devlet iç borçlanma senetleri stoklarının yüksek tutulmasına neden olmakta bu da piyasa yapıcılığı maliyetini artırmakta ya da müşteri alım emri yerine getirilene kadar bu talebin ertelenmesini gerektirmektedir. Ancak, piyasa volatilitesini ve riskini artırabilmesi nedeniyle ödünç alınan devlet iç borçlanma senetlerinin satışı şeklinde gerçekleştirilen açığa satış, bazı gelişen piyasalarda yasaklanmıştır.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.37.

## 2. Piyasa Yapıcısının İnisi

DİBS piyasasında, borç yöneticileri tarafından piyasa yapıcılardan yerine getirilmesi istenen yükümlülükler ve sözleşme şartları yine borç yöneticileri tarafından oluşturulan otoritelerce denetlenir. Denetimin düzenli ve sürekli bir biçimde gerçekleştirilmesi sistemin devamlılığı açısından oldukça büyük önem taşımaktadır.

DİBS'lerin ikincil piyasalarda yatırımcılarla buluşturulması, birçok ülkede menkul kıymetler borsaları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu ülkelerde piyasa yapıcılar aynı zamanda birer menkul kıymetler üyesidirler ve borsanın düzenli rapor verme şartını da yerine getirmek zorundadırlar. Böylelikle denetimden sorumlu otoriteler, piyasa yapıcılarının işlemlerini düzenli olarak tutulan raporlar aracılığıyla kontrol edebilmektedirler. Bazı ülkeler ise, sahip oldukları ekonomik koşulları göz önüne alarak, DİBS piyasası için menkul kıymetler piyasası haricinde çeşitli yöntemler geliştirmişlerdir. Ancak menkul kıymetler borsası dışında gerçekleştirilen işlemlerle ilgili düzenli bir raporlama sistemi söz konusu değildir. Dolayısıyla menkul kıymetler borsası dışında gerçekleşen işlemlerin denetimi, menkul kıymetler bünyesi altında gerçekleştirilen işlemlerin denetiminden çok daha zor olacaktır.<sup>20</sup>

Piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya başlayan ülkeler, sistemin uygulama şartlarını belirlerken, denetim otoritelerini de belirlemek zorundadırlar. Sistemin kim tarafından hangi şartlar altında denetleneceği, piyasa yapıcılarının hangi bilgileri hangi sıklıkla denetçilere ulaştırmak zorunda oldukları, sistemin uygulanmaya başlanmasıyla eş zamanlı olarak belirlenmeli ve bu konuda her hangi bir soru işaretine mahal vermeyecek şekilde netleştirilmelidir.

Piyasa yapıcılarının denetimi görevi bazı ülkelerde Maliye Bakanlığı(Hazine Müsteşarlığı), bazı ülkelerde Merkez Bankası, bazı ülkelerde ise her iki kurumun bünyesinde ortak olarak oluşturulmuş bir kurum tarafından üstlenilir. Ülkemizde piyasa yapıcılarının denetimi görevi Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülmektedir. Çeşitli ülkelerin piyasa yapıcılarının denetim otoriteleri aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

<sup>20</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.27.

Tablo 1.Çeşitli Ülkelerde Piyasa Yapıcıları Denetim Otoriteleri

	A.B.D.	Brezilya	Fransa	Hindistan	İngiltere	İtalya
Merkez Bankası	X	X		X		
Maliye Bakanlığı	X		X		X	X
Diğer				Sermaye Piyasası	FSA (Finansal Hizmetler)	

**Kaynak:** IMF,<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf>

Denetim otoritelerinin etkin bir denetim sağlayabilmeleri, hem borç yöneticileri hem de piyasa yapımcıları için çok büyük öneme sahiptir. Zira denetim otoriteleri tarafından sağlanan etkin bir denetim oluşabilecek piyasa risklerinin önceden gözlemlenip kontrol altına alınmasını sağlayacak ve piyasa yapıcılığı sisteminin başarıya kavuşmasında ortaya çıkabilecek engelleri, aldığı tedbirlerle önlemiş olacaktır.

DİBS piyasasında denetim otoritelerinin denetlemesi gereken başlıca konular, piyasa yapımcıların sistemin kıymetlerini, nihai yatırımcılarla buluşturması sonucu gerçekleşen işlem hacimleri ve alım-satım işlemleri sonucu belirlenen etkin fiyatlamalardır. Denetim otoritelerinin bu işlemlerle ilgili düzenli bilgiye sahip olmaları ise raporlama yöntemiyle sağlanmaktadır. Raporlama yöntemi piyasa yapıcılığı sisteminin uygulandığı tüm ülkelerde denetim otoritelerinin temel bilgi edinme kaynağı olmakla beraber, ülkeler bazında raporlamanın içeriği farklılık gösterebilmektedir. Bu farklılığın temel çıkış noktaları ise raporun içerdiği bilgi kaynağının kapsamı ve raporlamanın borç yöneticilere bildirim süreleridir.

## □Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Dünya Uygulamaları

Piyasa yapıcılığı sisteminin temel amacı, ülkelerin DİBS'lerini, aracı kurumlar vasıtasıyla yatırımcılara ulaştırmaktır. Her ne kadar tüm ülkelerin sistemle ilgili beklentileri DİBS'lerinin ihracı yoluyla kamu borçlarının finansmanını sağlamak olsa da, sistemin uygulanması aşamasında her ülke kendi ekonomik yapısını göz önüne alarak, çıkarları doğrultusunda farklı uygulamalar geliştirmiştir.

Bu uygulamalar piyasa yapıcısının belirlenmesinin ardından yükümlülüklerinin ve ayrıcalıklarının belirlenmesi, denetim otoritelerinin ve işleyiş biçimlerinin belirlenmesi, kıymetlerin birincil piyasada, piyasa yapıcısı ile bulunduğu aşamada ki ihale şartlarının belirlenmesi gibi birçok alanda gerçekleşebilmektedir. Her ülke piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya başlamadan önce mevcut piyasa koşullarını, bilhassa kamu borçlarının finansmanını göz önüne almış ve uygun piyasa koşullarının da oluşturulmasıyla sistemi uygulamaya başlamıştır. Almanya, Avustralya, Kenya gibi bazı ülkeler ise piyasa yapıcılığı sistemini halen uygulamaya başlamamıştır.

Sistemin sağlıklı bir analizini yapabilmek için, ülkelerin ekonomik durumlarını da göz önünde bulundurmak kaydıyla, ülke uygulamalarını incelemek, karşılaştırma yapabilmek açısından önem arz etmektedir. Çalışmamızda öncelikle; sistemin çeşitli ülkelerde uygulanmaya başlandığı tarihler hakkında bilgi verilmiştir. Bu konuya ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Tablo 2.Çeşitli Ülkelerin Piyasa Yapıcılığı Sistemini Uygulamaya Başlama Tarihi

	Piyasa Yapıcılığı Sistemi	Başlangıç Tarihi	Aracı Kurum Sayısı
A.B.D	Var	1960	25
Almanya	Yok	-	-
Avustralya	Yok	-	-
Avusturya	Var	1989	26
Belçika	Var	1991	17
Brezilya	Var	1974	22
Fransa	Var	1987	18
Hindistan	Var	1996	18
İngiltere	Var	1986	17
İtalya	Var	1994	16
İspanya	Var	1988	21
Japonya	Yok	-	-
Kenya	Yok	-	-
Yeni Zelanda	Yok	-	-
Yunanistan	Var	1998	15

□ □ □ □ □ IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf>.

Birçok dünya ülkesinde uygulanmakta olan, piyasa yapıcılığı sisteminin çeşitli ülkelerdeki uygulamalarına ilişkin örneklere yer verdiğimiz çalışmamızın aşağıdaki bölümünde, incelediğimiz ülkelerin seçimine, ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve ekonomik yapılarını göz önüne alarak karar verdik. Bu çerçevede belirlenmiş ülkelerden, gelişmiş ülkeler olan ABD, İngiltere, İtalya ve Fransa ile gelişmekte olan ülkeler olan Brezilya ve Hindistan'ın piyasa yapıcılığı sisteminin temel yapısı aşağıdaki gibidir.

### 3.1.Amerika Birleşik Devletleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Piyasa yapıcılığı sistemini 1960 yılında ilk uygulamaya başlayan ülke Amerika Birleşik Devletleri(ABD)'dir. Sistemin uygulanma amacı FRBNY'un gerçekleştirdiği piyasa operasyonlarında işlem tarafı belirlenmesidir. ABD'de piyasa yapıcılığı sistemini de içine alan piyasa işlemleri FED(ABD Merkez Bankası) adına FRBNY tarafından yürütülür. FRBNY ise açık piyasa işlemlerini piyasa yapımcılar üzerinden yürütür. Amerika Birleşik Devletleri'nde piyasa yapıcılığı görevini sadece bankalar değil, borsa broker-dealerları da üstlenir. Piyasa yapımcısı olmak isteyen banka ya da broker-dealer



yazılı başvurusunu yaptıktan sonra, FRBNY tarafından ilk aranan kriter bankanın FED denetimine bağlı ticari banka, broker-dealerın ise Amerika Birleşik Devletleri Sermaye Piyasası Kuruluna kayıtlı broker-dealer olması kriteridir. FRBNY ikinci olarak başvuru sahibinin sermaye standartlarını inceler. Ayrıca FRBNY tarafından belirlenen kriterleri yerine getiren yabancı kurumlar da ABD piyasalarında piyasa yapıcı olarak görev alma şansına sahiptirler. ABD piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, piyasa yapıcılara ilişkin yükümlülüklerin başında hazine tarafından açılan ihalelere yeterli katılım zorunluluğu gelmektedir. Amerika’da piyasa yapıcılar tarafından yerine getirilmesi gereken bir diğer yükümlülük ise DİBS’lere ilişkin işlemlerin devamlılığının sağlanmasına ve işlem hacminin arttırılmasına yönelik piyasa çalışmaları yapmaktır.<sup>21</sup>

ABD piyasa yapıcılığı uygulamasında, piyasa yapıcıların diğer ülke piyasa yapıcılarından farklı olarak yerine getirmeleri gereken önemli bir yükümlülükleri daha vardır. Şöyle ki ABD hükümeti piyasa yapıcılardan, dünya çapında borç dağıtan bir ağ oluşturmalarını ister. Bu yükümlülük çerçevesinde Amerika piyasa yapıcıları kendi aralarında yaptıkları anlaşmalarla çeşitli ülkelerde faaliyet gösterirler. Örneğin; DaiwaSecurities Japon alıcılara aracılık ederken, Deutsche Bank Avrupalı alıcılara aracılık eder.<sup>22</sup>

Amerika Birleşik Devletleri’nde piyasa yapıcıların denetlenmesi görevi, Maliye Bakanlığı ve FED tarafından üstlenilir. Amerika piyasa yapıcılığı uygulamasında FED ile piyasa yapıcısı arasında resmi bir sözleşme yapılmamakla birlikte ABD kanunlarında sistemle ilgili hukuki düzenlemelere yer verilmiştir.

ABD’de 1992 yılında piyasa yapıcılığı sistemiyle ilgili ciddi değişiklikler yapılmıştır. Bunun başlıca nedeni piyasa yapıcısı olarak görev yapan kurumların FED tarafından yönlendirildiğine ve FED’in piyasa yapıcılara özel bir muamele içerisinde olduğuna ilişkin piyasalarda oluşan inançtır. FED yaptığı değişiklikle para politikalarının uygulanmasına yönelik gerçekleştirilen piyasa yapıcılığı işlemleriyle ilgili aldığı ve yine para politikalarının uygulanmasına yönelik gerçekleştirilen açık piyasa işlemleriyle

<sup>21</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.46-47.

<sup>22</sup>FRBNY (2013). *Primarydealers*. <http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers.html>(Erişim Tarihi: 07.03.2013).

ilgili aldığı kararlarda piyasa yapıcısının mevcut koşullarını göz önünde bulundurulmayacağını, sadece uygulanan para politikalarının yürütülmesiyle ilgili önceliklerin göz önüne alınacağını açıkça vurgulamıştır. ABD’de 1960 yılında uygulamaya konulan piyasa yapıcılığı sistemi, piyasa yapıcı kurum sayısı 1960 yılında 18 iken, bu rakam 1988 yılında 46’ya çıkarılmış, 2007 yılında ise 21’e düşürülmüştür. Günümüz itibarıyla da bu rakam geçerliliğini korumaktadır. A.B.D.’de 2008 yılında yaşanan mortgage krizi ve 19 Mart 2008 tarihinde New York’un önemli yatırım bankalarından, BearStearns’ün çöküşünün ardından piyasa yapıcı kurumlara destek sağlamak amacıyla, FRBNY tarafından PDCF(PrimaryDealersCreditFacility) kurulmuştur.<sup>23</sup>

### 3.2.İngiltere Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İngiltere, piyasa yapıcılığı sistemini 1986 yılında uygulamaya koymuştur. İngiltere’de sabit faizli senetler borsasına “gilt-edged<sup>24</sup> market”, kıymetli evraklara “giltedge”, piyasa yapıcılarına ise Gilt-Edged Market Makers(GEMM) denilmektedir. Piyasa yapıcıları, İngiltere Borç Yönetim Ofisi (DMO) ile Tanımlı Yatırımlar Borsası’nın (RIE) taleplerini yerine getirebilecek niteliklere sahip bankalar ya da aracı kurumlardan oluşmaktadır. İngiltere uygulamasında piyasa yapıcılarının, bir ya da birden fazla devlet iç borçlanma senedi tipi konusunda uzmanlaşması söz konusudur. Örneğin, bazı piyasa yapıcıları, kıymetin anapara ve kuponlarının ayrıştırılmasında, değişken faizli kıymetlerde uzmanlaşırken, bazıları endeksli kıymetlerde uzmanlaşabilmektedirler. Bir gruba dahil olan piyasa yapıcılarının diğer bir gruba fiyat kotasyonu vermek gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak, endeksli kıymet piyasa yapıcılarının, diğer piyasa yapıcılarına fiyat kotasyonu vermeleri desteklenmekte, hatta gerekli görülmesi halinde beklenmektedir. Ayrıca, bütün piyasa yapıcılarının İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu (FSA) tarafından yetkilendirilmeleri ve piyasa yapıcısı olarak Londra Menkul Kıymetler Borsası (LSE) gibi bir RIE’ye kayıtlı olmaları gerekmektedir. İngiltere’de diğer ülkelerden farklı olarak piyasa yapıcısı olarak seçilmiş aracı kurumlar bir ya da birden fazla devlet iç borçlanma senedi konusunda uzmanlaşmak zorundadırlar. Sabit

<sup>23</sup> FRBNY (2013). *Primarydealers*. <http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers.html>(Erişim Tarihi: 07.03.2013).

<sup>24</sup>Gilt-edged: sözlük anlamı birinci sınıf- mükemmel olan bu tamlama, gilt-edged market makers tamlamasıyla beraber ‘uzman piyasa yapıcı’ anlamına gelmektedir.

fiyatlı DİBS'lerle ilgili işlemlerde, piyasa yapımcılar kendi uzmanlık alanı dışında kalan DİBS ile ilgili fiyat kotasyonu vermek zorunda değildirler. Ancak değişken faizli DİBS ile ilgili işlemlerde piyasa yapımcılardan, endeksli fiyat uygulamasından dolayı fiyat belirlemeleri istenebilir.<sup>25</sup>

İngiltere piyasa yapıcılığı sisteminde, DİBS ikincil piyasasında, piyasa yapımcılar hakkında uzmanlaştıkları kıymetle ilgili her türlü piyasa koşulunda çift yönlü fiyat vermekle yükümlüdürler. Bu yükümlülüğün amacı ise DİBS piyasasının işlem sürekliliğinin sağlanması ve diğer katılımcılar için kıymetlerin fiyatları konusunda kesintisiz hizmet sunmaktır. İngiltere'de piyasa yapımcıların denetimi görevini Maliye Bakanlığı bünyesinde ki FSA (İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu) üstlenmiştir. FSA piyasa yapımcıların unvanını 6 ayda bir değerlendirir. İngiltere piyasa yapıcılığı sisteminde birincil piyasaya ilişkin işlemlerde, ihalelere yönelik doğrudan teklif verme hakkı sadece GEMM'lere tanınmıştır. Bunun karşılığında DMO'nun beklentisi GEMM'lerin alım-satım kotasyonlarında etkin bir rol oynamasıdır. İngiltere'de 1998 yılından bu yana DMO, uzun vadeli tahvillerle borçlanma yolunu tercih etmektedir. Bunun en temel nedeni uzun vadeli tahvillerin en şeffaf ve en düşük maliyetli borçlanma yöntemi olmasıdır.<sup>26</sup>

### 3.3. İtalya Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İtalya, piyasa yapıcılığı sistemini 1994 yılında uygulamaya koymuştur. Bu ülke uygulamasında, ticari bankalar, yatırım bankaları ve yabancı kuruluşlar piyasa yapımcısı olabilmektedirler. İtalya'da piyasa yapımcılarına Devlet Borçlanma Senetleri Uzmanı (SGS) denilmektedir. SGS'lerden devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine devamlı ve etkin katılımında bulunmaları, ihalelerde monopolist eğilimden kaçınmaları, ikincil piyasada etkin işlem hacmi gerçekleştirmeleri, devlet iç borçlanma senedi ihracı ve borç yönetimi konularında faydalı önerilerde bulunmaları ve erişebildikleri bilgilerin gizliliğine saygı göstermeleri beklenmektedir. İkincil piyasa için değerlendirme kriteri olarak, devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara dağıtım kapasitesi dikkate

<sup>25</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.49.

<sup>26</sup> UK Dept Management Office (2013). *Gilt-edged market makers* [http://www.dmo.gov.uk/?page=Gilts/Gemms\\_idb](http://www.dmo.gov.uk/?page=Gilts/Gemms_idb) (Erişim Tarihi: 24.03.2013).

alınmaktadır. Bu bağlamda, SGS'lerin piyasa yapıcısı olmayan piyasa katılımcılarına göre daha iyi performans göstermesi beklenmektedir. İtalya piyasa yapıcılığı sistemi diğer ülkelerin piyasa yapıcılığı sisteminden farklı birçok uygulama ile işlem görmektedir. İlk önemli farklılık DİBS ikincil piyasasındaki tekelliktir. İtalya'da DİBS ikincil piyasası 1998 yılında kurulan özel bir şirket olan ve DİBS elektronik piyasası olarak adlandırılan MTS'nin yönetimi altındadır. İtalya DİBS ikincil piyasasında MTS sistem üzerinde çok büyük bir yetkiye sahiptir. Şöyle ki İtalya'da ikincil piyasada işlem gören piyasa yapıcıların tamamını seçme yetkisi MTS'ye aittir. Bunun yanı sıra İtalya'da piyasa yapıcılardan farklı olarak DİBS piyasasında işlem gören ve Devlet Borçlanma Senetleri Uzmanı(SGS) olarak adlandırılan özel olarak belirlenmiş piyasa yapıcılarını da Hazine, MTS tarafından ikincil piyasada işlem yapması amacıyla seçilmiş piyasa yapıcılar arasından seçer.<sup>27</sup>

İtalya piyasa yapıcılığı sisteminde MTS tarafından ikincil piyasa işlemlerinin gerçekleştirilmesi amacıyla seçilmiş piyasa yapıcılar içinden, hazine tarafından seçilmiş devlet borçlanma senedi uzmanı SGS'ler hem birincil hem de ikincil piyasalarla ilgili büyük yükümlülüğe sahiptirler.

İtalya piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında SGS'ler hem birincil hem de ikincil piyasa yükümlülükleriyle ilgili puanlama sistemi yoluyla değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. SGS'lerin DİBS birincil piyasasıyla ilgili en önemli yükümlülüğü DİBS ihalelerine sürekli katılım sağlamalarıdır. SGS'den DİBS birincil piyasasında ihracı gerçekleştiren kıymetlerle ilgili en az %3 lük bir paya sahip olmaları beklenmektedir. Günümüz itibarıyla 20 adet aracı kurumun faaliyet gösterdiği İtalya piyasa yapıcılığı sisteminin satış garantisi % 60'dır.DİBS birincil piyasasında SGS'ler katılımlarda gösterdikleri kazanım performansları ve katılım oranları göz önüne alınarak iki farklı puanlamayla değerlendirilirler. Şöyle ki SGS'lerin her bir ihale üzerinden kazandıkları pay özel bir hesaplama yöntemine tabi tutulur ve 2 puan üzerinden puanlanır. Bunun haricinde SGS'ler tarafından ihalelere verilen tüm teklifler göz önüne alınır ve 1 puan üzerinden yeni bir puanlama yapılır. İki puanlamanın toplam sonucu SGS'nin birincil piyasa performansı olarak kabul edilir. İtalya piyasa yapıcılığı sisteminde birincil

<sup>27</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.60-61.

piyasada olduğu gibi ikincil piyasada da SGS'ler puanlamaya tabi tutulurlar. Burada da iki farklı puanlama söz konusudur. Birinci puanlama SGS'lerin DİBS ikincil piyasasında sahip oldukları işlem hacmi göz önüne alınarak 1 puan üzerinden yapılır. İkinci puanlama ise DİBS alım-satım fiyatları arasında ki farklılık ve SGS'lerin borç yöneticilerinin ve Merkez Bankası'nın piyasa analizlerine sağladıkları katkılar göz önüne alınarak yine 1 puan üzerinden yapılır. SGS'ler birincil ve ikincil piyasalarda performanslarına paralel aldıklarını puanların dışında bir de DİBSnin nihai yatırımcılarla buluşturulmasında izledikleri yol, devlet iç borçlanma senetlerinin müşterilere pazarlanmasında kullanılan yöntemler ve başarı oranları, borç yönetimine ilişkin ilgili kurumlara, yapılan pazar araştırmaları sonucu sunulan bilgiler, kısaca piyasa hakimiyetleri göz önüne alınarak üçüncü bir puanlamaya tabi tutulurlar. Üçüncü puanlama da DİBS ikincil piyasa puanlamalarına benzer olarak 1 puan üzerinden yapılır. İtalya piyasa yapıcılığı sisteminde uygulanan puanlama yöntemleri kullanılarak, SGS'lerin birincil ve ikincil piyasada ki ortalama puanları ve piyasa hakimiyeti göz önüne alınarak üçüncü puanı hesaplanır. Hazine bu puanlardan yola çıkarak hesapladığı puanlara göre SGS'leri başarı oranlarına göre sıralar ve ilk beş SGS yıl sonunda Hazine'nin internet sitesinde açıklanır.<sup>28</sup>

### 3. □. □ransa Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Fransa, piyasa yapıcılığı sistemini 1987 yılında uygulamaya koymuştur. Fransız piyasa yapıcılarına SVT denilmektedir. SVT'ler, Fransız Hazinesi'nin (AFT) piyasa işlemlerine taraf oluşturmaktadırlar. Fransız Hazinesi piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde SVT'lerden ihraç politikası, borç yönetimi ve devlet iç borçlanma piyasasının işleyişi konularında tavsiye ve destek beklemektedir.<sup>29</sup>

Sistem ilk olarak 18 yerli piyasa yapıcı ile uygulanmaya başlanmış ancak daha sonra sistem, piyasa yapıcısı sayısı ve çeşidi bakımından önemli değişikliklere uğramıştır. 2013 yılı itibarıyla Fransa piyasa yapıcı kurum sayısı 20'dir. Yine 2013 yılı sözleşmesinde piyasa yapıcı olmak isteyen yerli ve yabancı kurumların sahip olmaları

<sup>28</sup>European Primary Dealers Handbook. 9.1. (2013). <http://afme.eu/EPDAHHandbook/Italy/> (Erişim Tarihi: 29.03.2013)

<sup>29</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.55.

gereken minimum ciro miktarı 500 milyon Euro olarak belirlenmiştir. Fransa piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapımcılar belirlenirken göz önünde bulundurulmuş bir diğer etmen ise, adayların piyasa tecrübeleri ve DİBS piyasasının işlemlerinin yönelik strateji planlarıdır. Fransa’da piyasa yapımcıların DİBS birincil piyasasında yerine getirmeleri gereken başlıca yükümlükleri, DİBS ile ilgili açılan tüm ihalelere katılmak, ihaleler hakkında istenen değerlendirmelerde bulunmak ve yıllık ihraç edilen kıymet miktarının en az %2 sine sahip olmaktır. Fransa piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapımcıların ikincil piyasaya ilişkin yükümlülüklerinin başında diğer tüm ülkelerde olduğu gibi, DİBS ikincil piyasasının işlem devamlılığının ve talep sürekliliğinin sağlanması gelir. Bunun dışında Fransa piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapımcılardan beklenen ikincil piyasaya ait bir diğer önemli yükümlülük ise işlem hacimleri ve mevcut piyasa koşulları hakkında Fransa Hazine’sine sürekli bilgi akışı sağlanmasıdır.<sup>30</sup>

### 3.5. Hindistan Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Hindistan, piyasa yapıcılığı sistemini 1996 yılında uygulamaya koymuştur. Sistemin uygulanma amacı, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesi ve ikincil piyasa likiditesinin artırılmasıdır. Hindistan Merkez Bankası, piyasa yapımcılarına likidite açısından destek sağlamaktadır. Ancak, piyasa yapımcılarının devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine ilişkin talep yükümlülüklerini yerine getirememeleri durumunda, Merkez Bankası’nın likidite desteğini yükümlülüğün eksik kalan kısmı kadar azaltması söz konusu olmaktadır. Ayrıca Merkez Bankası, açık piyasa işlemlerini piyasa yapımcıları vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Piyasa yapımcılarına, ödünç para sağlayan piyasa ve repo piyasasına girebilme ayrıcalığı tanınmaktadır. Hindistan piyasa yapımcılarına, yeni çıkarılan ve piyasaya henüz sunulmamış devlet iç borçlanma senetlerini satın alan aracı olarak komisyon alma hakkı tanınmaktadır. Hindistan’da piyasa yapımcılarından birincil piyasada yıllık bazda belirlenen tutarda talep oluşturma ve ikincil piyasada da kesintisiz alım - satım kotasyonu verme yükümlülüklerini yerine getirmeleri beklenmektedir.<sup>31</sup>

<sup>30</sup> MTS France Market Rules, (2013).

<http://www.mtsmarkets.com/Documents/~media/MTS/Legal%20docs/Feb%202013/2013%2002%2025%20Market%20Rules%20MTS%20France.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.03.2013).

<sup>31</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.64-65.

Bu yükümlülüklerin yanı sıra, yine sistemin uygulandığı diğer ülkelere benzer şekilde Hindistan'da piyasa yapıcılarında gerekli gördüğü zamanlarda mevcut piyasa koşullarıyla ilgili bilgi istemektedir. 2012 yılı Hindistan Merkez Bankası verilerine göre, piyasa yapıcı kurum sayısı 21'dir. Hindistan piyasa yapıcıları her ay Hindistan Merkez Bankasına bağlı bir komisyon tarafından denetime tabi tutulurlar. İlgili komisyon piyasa yapıcılardan DİBS piyasasına ilişkin işlemleriyle ilgili tüm kayıtlarının günlük olarak tutulması ve komisyona sunulmasını ister.<sup>32</sup>

### 3.1. Brezilya Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Brezilya'da piyasa yapıcılığı sistemi 1974 yılından bu yana uygulanmaktadır. Brezilya'da piyasa yapıcılığı sisteminin temel işlevleri arasında DİBS piyasasının işlem devamlılığının sağlanmasının yanı sıra, Merkez Bankası'nın para politikalarının uygulanması aşamasında gerçekleşecek açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin sağlanması da vardır. Brezilya piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, temel olarak piyasa yapıcılarının para politikası uygulamalarının etkinleştirilmesine yönelik olarak daha çok Merkez Bankası faaliyetlerine aracılık etmekle yükümlü olmaları, devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasası gelişiminin yeteri kadar desteklenememesine neden olmuştur. Bu nedenle, piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması 2003 yılında bir takım değişikliklere tabi tutulmuştur. Yeni sistem ile Hazine, borç yönetiminde daha aktif bir konuma gelmiştir. Bu sistemde, Merkez Bankası ve Hazine hem para politikası hem de borç yönetimini ortak bir politika ile gerçekleştirme kararı almış, "piyasa yapıcıları" ve "uzman dealer'lar" (specialistdealer) olmak üzere iki farklı grup oluşturulmuştur.<sup>33</sup>

Brezilya piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcılarla, uzman dealerlar arasındaki en önemli fark, piyasa yapıcılığı sözleşmesidir. Piyasa yapıcılar imzaladıkları sözleşme gereği bir takım ayrıcalık ve yükümlülüklerle sahip olurken, uzman dealerlar piyasa yapıcılığı sözleşmesi imzalamazlar. Buna rağmen, hem uzman dealerların hem de piyasa yapıcılarının Brezilya piyasa yapıcılığı sisteminde ki temel görevleri; DİBS'lerle

<sup>32</sup>Reserve Bank Of India (2013).

PrimaryDealers. <http://www.rbi.org.in/scripts/AboutUsDisplay.aspx?pg=PrimaryDealer.htm>, (Erişim Tarihi: 07.04.2013)

<sup>33</sup>A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.63.

ilgili açılan ihalelere katılmak, ikincil piyasaların likiditesine katkı sağlamak ve Merkez Bankası'nı para politikası uygulamalarını desteklemektir. Bunların yanı sıra her iki grupta Hazine'ye ve Merkez Bankası'na piyasa analizleriyle ilgili bilgileri gerektiğinde vermekle yükümlüdür.<sup>34</sup>

Brezilya piyasa yapıcılığı sisteminde uzman dealerlar ve piyasa yapıcılar yaptıkları işlemlerle ilgili olarak 6 ayda bir Merkez Bankası tarafından performans değerlendirmesine tabi tutulur ve denetlenirler.

---

<sup>34</sup>Banco Central Do Brasil (2012). Market Makers.  
<http://www.bcb.gov.br/search.asp?consulta=market+maker&Idioma=I&pesquisar.x=-1126&pesquisar.y=-61&pesquisar=submit> (Erişim Tarihi: 09.04.2013).



## İnci İm

### İye de Piyasa Yapıcılığı Sistemi

#### .İye de am Ynetimi

Kamu harcamalarının finans kaynağı olan vergiler kamu harcamalarını karşılamakta yetersiz kalınca hükümetler yeni finans kaynakları aramaya başlarlar. Bu aşamada ilk başvuru kamu harcamaları finansörü ise borçlanmadır. Ancak mesele bir bütün olarak ele alındığında hükümetlerin kamu harcamaları için gecikmeli de olsa tek finans kaynağı vergilerdir. Borçlanma yoluyla kamu harcamalarının karşılanması, kamu harcamalarına başka bir finans kaynağı sağlandığı değil sadece borçlanılan miktar kadar verginin ilerde kamu harcamalarını finanse etmek üzere ötelendiği anlamına gelir.

Borçlanmada başvurulacak kaynak milli bir kaynak ise borç, iç borç yabancı bir kaynak ise borç, dış borçtur. Türkiye'nin son yıllarda ki borç istatistikleri incelendiğinde borçlanmanın büyük oranda milli kaynaklardan sağlandığı ve iç borç miktarının dış borç miktarına oranının giderek arttığı görülür.

Tablo 3. Kamu Borç Stoku (Milyar TL)

	Kamu Brüt İç Borç Stoku	Kamu Brüt Dış Borç Stoku	Kamu Toplam Borç Stoku
2000	54.5	31.5	85.8
2001	125.6	63.9	189.6
2002	155.2	102.0	257.2
2003	202.1	95.6	297.7
2004	235.1	97.9	333.0
2005	259.8	91.5	351.3
2006	268.3	97.6	365.9
2007	273.3	82.3	355.5
2008	295.3	112.4	408.2
2009	347.4	118.3	465.7
2010	368.9	128.2	497.1
2011	387.6	159.0	546.5
2012	408.3	154.6	562.9

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, <https://hmvds.hazine.gov.tr>.

Tablo 3. incelendiğinde son 12 yıldır Türkiye'nin toplam borcunun büyük bir oranının milli kaynaklı iç borç olduğu sonucuna varılır. Bu aşamada temel amacı geliştirdiği stratejilerle devlete ihtiyaç duyduğu finansmanı sağlamak olan borç yöneticileri ülkenin ekonomik refahı üzerinde büyük bir etkiye sahiptir.

Türkiye'de 2012 yılı itibarıyla kamu borç yönetiminden sorumlu, Borç ve Risk Yönetimi Komitesi, Hazine'den sorumlu Başbakan Yardımcısı'nın yönetiminde, Hazine Müsteşarı, Müsteşar Yardımcıları, Kamu Finansmanı Genel Müdürü, Dış Ekonomi İlişkiler Genel Müdürü ve Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürü'nden oluşmaktadır.<sup>35</sup>

Türkiye'de borç yönetiminin temel ilkeleri 1 Eylül 2002 tarih ve 24863 sayılı Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkındaki Yönetmelikle belirlenmiştir. Bu yönetmeliğe göre borç yönetiminin temel ilkeleri ve uygulamaları Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan 2013 yılına ait 'Kamu Borç Yönetimi Raporu'na göre şöyledir:

İlkeler:

- a) Makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma programı izlenmesi.
- b) Finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en uygun maliyetle karşılanması.

2013 yılı itibarıyla geçerli uygulamalar:

- a) Borç stokunun temel olarak maruz kaldığı riskler likidite riski, faiz riski ve döviz kuru riskidir. Borç yönetimi, stokun söz konusu risklere olan duyarlılığının azaltılmasına yönelik olarak aşağıdaki yöntemleri kullanmaktadır.

---

<sup>35</sup>T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (2013). *Kamu borç yönetim raporu*, s.10.

- Likidite riskini yönetmek amacıyla güçlü nakit rezervinin tutulması, borçların dönemler arasında düzgün şekilde yayılması ve borçlanmanın vadesinin uzatılması temel prensiplerdir.
  - Faiz riski yönetimi kapsamında borçlanmanın ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılarak, faize karşı duyarlılığın azaltılması esastır.
  - Döviz kuru riskini yönetmek amacıyla, borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk Lirası cinsinden yapılması ve döviz cinsi borçlanmanın çarpraz kur riski dikkate alınarak belirlenmesi esastır.
- b) Borç dinamiklerinin risk ve maliyet göstergeleri çeşitli senaryo analizleri ile değerlendirilmektedir.
- c) Yıllık ve üçer aylık kayan dönemler halinde olmak üzere yayınlanan finansman programlarının yanı sıra aylık ihale takvimi açıklanmaktadır.
- d) Yıllık ve aylık Kamu Borç Yönetimi Raporları hazırlanmakta, Bakanlar Kurulu'na ilgili kamu kurumlarına ve kamuoyunun bilgisine sunulmaktadır. Ayrıca, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu özel gündemli bir toplantı ile borç yönetimine ilişkin gelişmeler hakkında düzenli olarak bilgilendirilmektedir.
- e) Piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde piyasa yapıcı bankalar ile her ay düzenli toplantılar gerçekleştirilerek yatırımcı ilişkileri geliştirilmektedir.
- f) Yerli ve yabancı yatırımcılarla düzenli görüşmeler yapılarak yatırımcı tabanının genişletilmesine katkı sağlanmaktadır.
- g) Yabancı borçlanma araçları geliştirilerek finansman araçları çeşitlendirilmektedir.
- h) Ölçüt senet politikası uygulaması ile etkin bir getiri eğrisi oluşturulmaktadır.
- i) Hazine Müsteşarlığınca sağlanan garanti ve dış borcun ikrazı kapsamında oluşabilecek kredi risikinin yönetilmesine yönelik olarak risk hesabı oluşturulmuş olup ayrıca garanti ücreti, kısmi garanti ve garanti limiti uygulamaları yürürlüğe konmuştur.
- j) Operasyonel risklerin kontrol altına alınabilmesi için teknik analiz ve raporlamalar yapılmaktadır.

Türkiye’de 2003 yılından bu yana borç yöneticileri tarafından, iç borçlanmada döviz cinsi borçlanmanın neden olabileceği riskleri ortadan kaldırmak amacıyla uygulanan politikalar 2012 yılı Şubat ayı itibarıyla döviz cinsi iç borcun tamamının sıfırlanması ile sonuçlanmıştır.

2012 yılından bu yana 2, 5 ve 10 yıl vadeli TL cinsinden sabit faizli kuponlu senetlerin düzenli olarak ihracına başlanmıştır. Bu çerçevede, daha önce gösterge tahvil olarak ihraç edilen kuponsuz borçlanma senetlerinin yerini 2 yıl vadeli TL cinsinden sabit kuponlu tahviller almıştır. Ayrıca, borçlanma vadesinin uzatılmasına yönelik ilk olarak 2010 yılında ihraç edilen 10 yıl vadeli enflasyona endeksli ve sabit faizli DİBS ihraçlarına 2012 yılında da devam edilmiştir. Bu gelişmeler likiditenin, getiri eğrisi üzerinde daha geniş bir vade aralığına yayılmasını sağlayarak gerek birincil gerekse ikincil piyasada fiyat etkinliğinin de artmasına katkıda bulunmuştur(T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2013).

Türkiye’de iç borçlanma enstrümanı olarak en son kullanılmaya başlanan iç borçlanma aracı ise kira sertifikası(varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetler)’dır.2012 yılında 1 adet yurt dışı ve 1 adet yurt içi olmak üzere toplam iki adet kira sertifikası ihraç edilmiştir. Ülkemizde ilk olarak 2012 yılı itibarıyla kullanılmaya başlanan kira sertifikaları gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede 1996 yılından beri kullanılan bir iç borçlanma enstrümanıdır.

Türkiye’nin 2012 yılında ihraç ettiği kira sertifikalarından vadesi Mart 2018 yılında dolacak olanın ihraç miktarı 1,5 milyar ABD doları, yıllık kira oranı % 2,80, vadesi Ocak 2014 yılında dolacak olanın ihraç miktarı 1,6 milyar TL, yıllık kira oranı ise % 7,54’tür. Türkiye ayrıca 2013 yılı için, vadesi Şubat 2015 olan TL cinsi bir kira

sertifikası daha ihraç etmiştir. Bu kira sertifikasının ihraç miktarı 1,5 milyar TL iken yıllık kira oranı ise % 5,78'dir.<sup>36</sup>

İhraç edilen kira sertifikalarında eklenmesiyle 2012 yılı Türkiye'sinin iç borçlanma enstrümanları oranı aşağıdaki gibidir:

Tablo 4. 2012 yılı iç borçlanmanın enstrümanlara göre dağılımı

İç Borçlanma Enstrümanı	Değişken Faizli TL cinsi DİBS	Kuponsuz TL DİBS	Kira Sertifikası	Tüfe'ye Endeksli TL DİBS	TL Cinsi GES (Gelire Endeksli Senet)	Sabit Kuponlu TL DİBS
Yüzdellik Oranı	0,9	13,0	1,6	18,8	0,1	65,7

**Kaynak:**T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı,2013 Kamu Borç Yönetimi Raporu.<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=BKsmUPQeFbnBXCDahrXm1A==H7deC+LxBI8=&mid=614&cid=22&nm=40#>

Tablodan da anlaşılacağı üzere her ne kadar zaman içerisinde borçlanma enstrümanları çeşitlense de, Türkiye'nin iç borçlanma enstrümanlarının büyük bir kısmı DİBS'lerden oluşmaktadır. Dolayısıyla DİBS birincil ve ikincil piyasasının yapısal ayağını oluşturan piyasa yapıcılığı sistemi, iç borçlanmanın finansmanı açısından hayati önem taşımaktadır. Türkiye'de piyasa yapıcılığı sistemi uygulanmaya başlandığı ilk dönem olan 2000-2001 döneminden sonra çok büyük yapısal değişikliklere ve yeniliklere maruz kalmış, 2010-2011 dönemi için hazırlanan ve son üç dönemdir geçerliliğini koruyan sözleşmeyle de son halini almıştır.

<sup>36</sup>T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (2013). *Kamu borç yönetim raporu*,s.23-24.

## ■ ■ ■ Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Tarihsel ■ ■ ■ lişimi

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak 2000 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Borç yöneticilerinin piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya başlamalarında ki temel amaç, birincil piyasada DİBS’lerin düzenli bir şekilde ihale yöntemiyle aracı kurumlara verilmesinin garantilenmesi, ikincil piyasada ise DİBS’lerin likiditesinin piyasa yapıcı kurumlar aracılığıyla sağlanmasıdır. Ayrıca piyasa yapıcılığı sistemi aracılığıyla Merkez Bankası’nın para politikası uygulamalarına destek olunması amaçlanmıştır.

1990’lı yıllarda sıklaşan aralıklarla finansal krizler yaşayan Türkiye, 1999 yılı sonlarına doğru IMF ile ‘yakın izleme antlaşması’ uygulamasına başlamıştır. 2000 yılında ise; yüksek enflasyonun önlenmesi, bütçe açıklarının kontrol altına alınması, ekonomik büyümenin negatif değerlerden pozitif değerlere çevrilmesi gibi temel ekonomik problemlerle mücadele kapsamında Türkiye ile IMF arasında 3 yıllık orta vadeli stand-by anlaşması imzalanmıştır.<sup>37</sup>

Anlaşmanın kamu borçlanmasıyla ilgili uygulamalarının amacı vergi gelirlerinin artırılması, dış borcun iç borçla finansmanının sağlanması ve Hazine’nin faiz yükünün azaltılmasıydı. Bu amaçlar doğrultusunda belirlenen yapısal kriter ise piyasa yapıcılığı sistemiydi.

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi 8 Mayıs 2000 tarihinde uygulanmaya başlanmış ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri dolayısıyla uygulama askıya alınmak zorunda kalmıştır. Yaşanan krizler yüzünden sadece piyasa yapıcılığı sistemi değil IMF ile yapılan 3 yıllık orta vadeli programda sekteye uğramış ve 2001 yılı sonunda anlaşmaya son verilmiştir. Daha sonra Türkiye ile IMF arasında 2002 yılı başında yeni bir 3 yıllık stand-by anlaşması imzalanmıştır.

Ülkelerin piyasa yapıcılığı sistemini uygulamada ki temel amaçları DİBS piyasasının geliştirilmesi ve iç borçlanmanın planlı bir ekonomik sisteme emanet edilmesidir.

<sup>37</sup> B.E.Yılmaz (2005).*Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi*. İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, s.60.

Ancak sistemin başarıya ulaşabilmesi için ilgili ülkelerin ekonomilerinin elverişli olması gerekir.

Türkiye’de sistemin ilk uygulanmaya başlandığı 2000 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde uygulanan ekonomik program gereği işlemler döviz kurları baz alınarak gerçekleştiriliyor ve dolayısıyla piyasa faiz oranları her hangi bir müdahale olmaksızın piyasa koşulları sonucu belirleniyordu. 2000 yılı sonlarında Türkiye’de bankalar dövizde ki açık pozisyonlarını kapatmak istediklerinde, TL temin etmesi gereken kurum olan Merkez Bankası IMF’yle yapılan anlaşma gereği piyasaya para temin etmemiştir. Bunun sonucunda ise piyasada TL sıkışıklığı yaşanmış ve faiz oranları yükselmeye başlamıştır. Faiz oranlarının yükselmesi elinde devlet iç borçlanma senedi bulduran kurumların faiz kaybı yaşamalarına neden olmuştur. Beklentilerin giderek kötüleşmesi ve piyasada ki likidite sıkıntısının artmaya devam etmesi sonucu birkaç bankanın TMSF’ye devrine dair söylentiler yayılmaya başlamış ve bankalar birbirleriyle olan kredi alışverişini kesmiştir. Yaşanan tüm bu olumsuzlukların sonucunda DİBS ikincil piyasası durma noktasına gelmiştir.<sup>38</sup>

Bankaların ellerinde ki uzun vadeli kağıtları, repo, gecelik borçlanma, kısa vadeli mevduat gibi kaynaklarla veya dış borç ile fonlamaları, aktiflerinde yüklü devlet iç borçlanma senedi, pasiflerinde ise kısa vadeli borçlar buldurmalarına yol açmış, bu durum bankaları vade uyumsuzluğu nedeniyle yüksek faiz riski taşır hale getirmiştir.<sup>39</sup>

Piyasa yapıcılığı sisteminde yer alan bankaların en büyüklerinden ve elinde 7.4 milyar \$’lık devlet iç borçlanma senedi bulunduğu bilinen banka, sahip olduğu stoku ikincil piyasada satmaya başladığında, başlıca piyasa yapıcı bankalar, DİBS üzerindeki faiz oranları açıklamalarını askıya aldılar. 21 Kasım tarihinde ki Hazine borçlanmasına ilk kez piyasa yapıcı bankalardan teklif gelmedi. Bankalar arası para piyasası o gün kapanmadı. Banka, ikincil piyasada işlem yapmadığı için bankalar arası para piyasası ihtiyacını karşılayamıyordu. Merkez Bankası hesapların kapatılabilmesi için gerekli

<sup>38</sup> B.E.Yılmaz (2005).*Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi*. İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, s.60.

<sup>39</sup>N. Keyder, (2001). *Türkiye’de 2000-2001 krizleri ve istikrar programları*, s.1.

likiditeyi vermedi. Böylece bütünüyle durmuş olan DİBS ikincil piyasa işlemlerinden kaçan kısa vadeli yabancı sermaye, TL'den dövize yönelmiş ve yurtdışına çıkmıştır.<sup>40</sup>

Dolayısıyla Türkiye'de 2000 yılında uygulanmaya başlanmış olan piyasa yapıcılığı sistemi, mevcut piyasa koşullarının sistemin başarıyla uygulanabilmesi için uygun olmaması nedeniyle askıya alınmıştır. Yine bu dönemde IMF ile yapılmış olan Stand-by anlaşması da piyasalarda gerçekleşen olumsuz gelişmeler sonucu iptal edilmiştir.

İlerleyen dönemlerde IMF ile yapılan Stand-by anlaşması yenilenmiş ve 2002-2004 dönemlerini kapsayacak şekilde yeni bir Stand-by anlaşması imzalanmıştır. Türkiye ile IMF arasında imzalanan yeni Stand-by anlaşmasının kamu borç yönetiminin düzenlenmesine ilişkin ayağını oluşturan kriter olan piyasa yapıcılığı sistemi, 2000-2001 yılında uygulamayla ilgili karşılaşılan engellerde göz önüne alınarak yeniden düzenlenmiş ve belirlenen yeni kriterlerle 2002 yılında yeniden uygulanmaya başlanmıştır.

#### □□□□□□□□Başlan□ç D□nemi □iyasa Ya□ıllığı Sistemi□□

Piyasa yapıcılığı sisteminin, Türkiye'de ilk olarak 1 Nisan 2000 tarihinde uygulanmasına karar verilmiş, ancak alt yapıyla ilgili eksikliklerden dolayı sistemin uygulanması 1 Mayıs 2000 tarihine kadar ertelenmiştir.

Türkiye'de piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak 19 banka aracılığıyla uygulanmaya başlanmıştır. Bunlar; İş Bankası, Akbank, Vakıfbank, Yapı Kredi Bankası, Finansbank, Garanti Bankası, Kentbank, Ulusal Bank, Demirbank, Koçbank, İktisat Bankası, Osmanlı Bankası, Dışbank, TEB(Türkiye Ekonomi Bankası), Citibank, Chase Bank, Körfezbank, AbnAmbro ve Alternatif Bank'tır

<sup>40</sup>N. Ekzen, (2001). *2. 5 yıllık IMF planı üzerine değerlendirmeler*. Ankara, Bilkent Üniversitesi Yayınları, Guidelines for Public Debt Management.

<sup>41</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfml3kAeGzn6ref8UNeCFQ=-H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).



### 2.1.1.Piyasa yapıcılarının belirlenmesine ilişkin kriterler

2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde, piyasa yapıcı olmak için aday olan kuruluşların, piyasa yapıcısı seçilebilmeleri için aşağıdaki kriterleri sahip olmaları gerekmektedir.

- a) Sermaye yeterlilik oranı, yani; sermaye tabanı<sup>42</sup>nın risk ağırlıklı varlıklar, gayrinakdi krediler ve yükümlülüklerle bölünmesiyle bulunan değer % 8'in altında olmamalıdır.
- b) 'Yabancı Para Genel Net Pozisyon'<sup>43</sup>/ Sermaye Tabanı' standart oranı artı-eksi % 20'yi aşmamalıdır.
- c) İlgili kurumun, işletme varlıkları üzerinde ki hakları yani özkaynak tutarı, kar hariç, değerlendirme farkları dahil, 10 trilyon TL'nin altında olmamalıdır.
- d) 'Takipteki alacaklar(net) / Özkaynaklar (kar hariç)' oranı % 25'i geçmemelidir.
- e) 'Takipteki alacaklar(brüt) / Krediler' oranı % 10'u geçmemelidir.
- f) İkincil piyasadaki devlet iç borçlanma senedi alım-satım işlemlerinin 3 aylık dönemler itibarıyla toplam hacminin 100 trilyon TL'nin üzerinde olması gerekmektedir.
- g) Birincil piyasadaki devlet iç borçlanma senedi alımlarının 3 aylık dönemler itibarıyla 40 trilyon TL'nin üzerinde olması gerekmektedir.

Ayrıca piyasa yapıcısı adayların birincil piyasa ve ikincil piyasa, repo-ters repo, kesin alım-satım işlem hacimleri, idari yapının yeterliliği, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası temsilciliğini belli bir süredir sürdürüyor olması gibi bir takım kriterler de değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

### 2.1.2.Piyasa yapıcılarının ayrıcalıklarına ilişkin kriterler

- a) Piyasa yapıcısı ihale sonrasında, opsiyonlu alış yapabilecektir. Şöyle ki; aracı kurum; hazinenin uygun görmesi koşuluyla, kazandığı ihaleye ilişkin devlet iç borçlanma senedini, ihalede oluşan ortalama fiyattan satın alma talebinde

<sup>42</sup>Sermaye tabanı, ana sermayeden, sermayeden indirilen değerlerin düşülmesiyle elde edilir.

<sup>43</sup>Yabancı para genel net pozisyon, döviz aktifleri ile döviz pasifleri arasındaki farkın TL karşılığı anlamına gelir.

bulunma hakkına sahiptir. Bir ihalede kullanılacak toplam opsiyon, ihalede satılan tutarın % 25'ini aşmamak koşuluyla Hazine tarafından belirlenir. Bir kurumun kullanabileceği opsiyon miktarı ihalede kazandığı miktardan daha fazla olamaz. Opsiyon kullanımına ilişkin teklifler, ihalenin yapıldığı gün saat 16:00'a kadar TCMB'ye iletilmelidir.

- b) Piyasa yapıcısı Geri Alım İhaleleri<sup>44</sup>ne ve devlet iç borçlanma senedi değiştirme ihalelerine katılabilecektir.
- c) Piyasa yapıcısı ihalelerde, o ihaleye ilişkin olarak, ihale programında ilan edilen borçlanma tutarının üst limitinin % 10'unu aşmamak kaydıyla, Rekabetçi Olmayan Teklif(ROT)<sup>45</sup> verebilecektir. Ortalamadan alım tekliflerinin karşılanmasıyla yapılacak DİBS ihracı, ihale için belirlenen üst limitin % 10'unu aşamaz(Bankalar dışında kamu kurum ve kuruluşlarına ihalede oluşan ortalama fiyattan yapılacak satışlar bu miktarın hesaplanmasında dikkate alınmaz.).
- d) Piyasa yapıcısı ihalelere teminatsız katılabilecektir.
- e) Piyasa yapıcısı 'Türk DİBS Piyasa Yapıcısı' unvanını kullanabilecektir.
- f) Piyasa yapıcısı TAP<sup>46</sup> satışlarından faydalanabilecektir.
- g) Piyasa yapıcı her ay yapılacak olan Danışma Kurulu toplantılarına bir temsilci ile katılabilecektir.
- h) Piyasa yapıcı TCMB ile konsinye işlem yapabilecektir.

## 2.1 Piyasa yapıcıların yükümlülüklerinin ilişkin kriterler

- a) Piyasa yapıcı her 3 aylık dönemde, birincil piyasada Hazine tarafından ihale yoluyla ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 2'sini almakla yükümlüdür. Bu tutarın hesaplanmasında ROT veya opsiyon yoluyla yapılan satışlar dikkate alınmayacaktır.
- b) Piyasa yapıcı ikincil piyasada likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla piyasa yapıcı İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında, sürekli olarak, Hazine tarafından belirlenmiş tüm ölçüt ihraçlar için en az 2 trilyon TL'lik alım-satım

<sup>44</sup>Geri alım ihalesi, önceden ihraç edilmiş DİBS'lerin vadesinden önce elden çıkarılması amacını taşıyan ihalelerdir.

<sup>45</sup>Rekabetçi olmayan teklif, DİBS ihalelerinde ihale günü, ihaleden oluşacak ortalama fiyattan alım teklifi anlamına gelir.

<sup>46</sup>TAP, DİBS'lerin daha önceden belirlenmiş fiyatlarla satışa sunulması anlamına gelir.

kotasyonu vermekle ve bu kotasyonlar üzerinden işlem yapmakla yükümlüdür. Piyasa yapıcı, İMKB dışındaki piyasalarda da kotasyon vermek zorundadır. Ancak bu piyasalarda yayınladığı kotasyonlar üzerinden yalnızca diğer piyasa yapııcılarla işlem yapma yükümlülüğünde olacaktır. Verilen kotasyonlardan işlem gerçekleşmesi sonucunda kotasyon büyüklüklerinin 2 trilyon TL'nin altına düşmesi veya sıfırlanması durumunda, piyasa yapıcı 2 dakikalık bir süre içinde kotasyonlarını yenileyecektir.

c) Ölçüt ihraçlarda alım-satım kotasyonları arasındaki azami açıklık aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

- İskontolu DİBS<sup>47</sup>'lerden yıllık basit faiz için % 20-50 aralığındaki oranlardan 0,50 ve üzerindeki oranlarda 1 puan; %20'nin altındaki oranlarda 0,25 puan.
- Kuponlu DİBS<sup>48</sup>'lerde yıllık basit faiz için % 20 - 50 faiz aralığında, fiyat üzerinden 500 TL ; % 50 ve üzerinde ki oranlarda 1000 TL; % 20'nin altındaki oranlarda 250 TL.
- Kotasyonlar İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının açık olduğu her gün 9:30-12:00, 13:00-16:00 saatleri arasında verilecektir.

d) Piyasa yapıcı, İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında, bir gün içinde, herhangi bir ölçüt senet için, zorunlu kotasyonları üzerinden senedin toplam net ihraç tutarının en az % 2'si kadar bir tutarda net alıcı veya satıcı olduğunda(alımları ile satışları arasındaki farkın mutlak değerinin senedin net ihraç tutarının % 2'sini aşması durumunda), o günün sonuna kadar söz konusu DİBS için kotasyon verme yükümlülüğünde olmayacaktır.

e) Verilen kotasyonlar dışında veya belirtilen saatler dışında yapılan işlemler takip eden iş günü Hazine Müsteşarlığı'na bildirilecektir.

f) Piyasa yapıcının, ikincil piyasalardaki DİBS kesin alım-satım işlem hacmi, her 3 aylık dönemde toplam ikincil piyasa kesin alım-satım işlem hacminin % 2'sinin

<sup>47</sup>İskontolu DİBS, faiz ödemesi anapara ile birlikte vade sonunda gerçekleştirilen DİBS'lerdir.

<sup>48</sup>Kuponlu DİBS, anapara ödemesi vade sonunda, faiz ödemeleri ise önceden belirlenmiş kupon tarihlerinde gerçekleştirilen DİBS'lerdir.

altına düşmeyecektir. Bu tutarın hesaplanmasında TCMB ile yapılan işlemlerle, grup bankalarının kendi aralarında yaptıkları işlemler dikkate alınmayacaktır.

- g) Piyasa yapıcılarının İMKB'ye üye olmayan yatırımcılarla olan kesin alım-satım işlem hacimleri, her 3 aylık dönemde toplam kesin alım-satım işlem hacimlerinin en az % 1'i olacaktır.
- h) Piyasa yapıcı, yaptığı işlemleri ve piyasa yapıcılığı nedeniyle taşıdığı portföyü açıkça tanımlayacak ve talep edilecek raporları Hazine'ye iletacaktır. Raporlar, Hazine tarafından gizli tutulacaktır.
- i) Piyasa yapıcılar, Hazine'nin genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırmaları hazırlayacaktır. Araştırma raporları piyasa yapıcı tarafından istendiği takdirde Hazine tarafından gizli tutulacaktır.

### 2.1.□. Piyasa yapıcılarının □□n □□□ in □□ilişkin kriterler

- a) Piyasa yapıcılar, piyasa yapıcılığı sözleşmesinin geçerli olduğu 1 yıllık süre zarfında, Hazine tarafından gerekli görülen zamanlarda, şartları yerine getirip getirmediği konusunda denetlenebilecektir. Denetim masrafları piyasa yapıcı tarafından karşılanacaktır. Denetim standartları Hazine tarafından belirlenecektir.
- b) Piyasa yapıcısının yükümlülüklerini yerine getirmediğinin tespit edilmesi halinde Hazine, yazılı uyarıda bulunduktan sonra; sözleşmeyi süresi baştan ilan edilmek kaydıyla, en çok 91 güne kadar askıya alabilir. Sözleşmenin askıda kaldığı süre içinde, sözleşmeye taraf olan banka, kendisine piyasa yapıcısı olarak tanınan haklardan yararlanamaz.
- c) Sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı, askı süresi sonunda sözleşmede yer alan yükümlülükleri yerine getirmezse sözleşme, verilen bu süresinde Hazine tarafından derhal feshedilir.
- d) Piyasa yapıcılar piyasa yapıcılığı görevinden ayrılmak istedikleri takdirde, en az 15 gün öncesinden yazılı olarak Hazine'ye başvurmak suretiyle sözleşmeyi feshedebilirler.
- e) Sözleşme herhangi bir nedenle sona erdiği veya askıya alındığı takdirde, Hazine bu durumu kamuoyuna ilan edecektir.

- f) Piyasa yapıcı sözleşmenin askıya alınması, feshedilmesi, süresinin sona ermesi halinde ‘Türk DİBS Piyasa Yapıcısı’ unvanını hiçbir şekilde kullanamaz, sözleşmede yer alan haklardan faydalanamaz.

### 2.1.1. a) Piyasa yapıcıların yükümlülükleri ile ilişkili kriterler

- a) Piyasa yapıcılarına sağlanan haklar yalnızca piyasa yapıcılarına sağlanacaktır(Bankalar dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarına ihalede oluşan ortalama fiyattan yapılacak satışlar hariç).
- b) Bir ihalede tek bir katılımcıya satılacak DİBS tutarı, ihale için belirlenen üst limitin % 25’ini aşamaz(Piyasa yapıcının ROT yoluyla yaptığı alımlar, bu limite dahil edilmeyecektir.).
- c) İhale sonrası toplam opsiyon kullanma talebinin, Hazinece belirlenen opsiyon kullandırma tutarını aşması durumunda, kullandırılacak opsiyon miktarı piyasa yapıcılara ihalede kazanan tekliflerinin faiz oranları dikkate alınarak dağıtılacaktır.
- d) ROT tutarının ihale için belirlenen üst limitin % 10’unun aşması durumunda, %10’luk miktar, teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılacaktır. ROT’ların karşılanmasıyla yapılan satış tutarı ihale günü 11:30’a kadar kamuoyuna açıklanacaktır.
- e) Hazine, nakit yönetimi ve borçlanma programlarını kamuoyuna duyurmaya devam edecektir.
- f) Hazine, yeni borçlanma araçları ve ihraç politikası konularında piyasa yapıcıları ile görüş alışverişinde bulunacaktır.

### 2.1.2. 2002 yılında Türkiye’de piyasa yapıcılığının geliştirilmesi

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak; kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi, kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla Mayıs 2000’de Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulanmaya başlanmış, ancak Kasım 2000’de ortaya çıkan finansal kriz ve ardından Şubat 2001’de yaşanan siyasi istikrarsızlık nedeniyle, Kasım 2000 itibarıyla sistemin uygulanmasına son verilmiştir.

1999 yılında yapılan stand-by anlaşması sonucu uygulamaya konulan sabit döviz kuru rejimi, Türkiye ekonomisinin, literatürde imkansız üçlü olarak bilinen ekonomik çıkmaz ile karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. Bilindiği gibi imkansız üçlü hipotezine göre, ekonomilerde hem sabit döviz kuru, hem sermaye hareketlerinin serbestliği, hem de bağımsız para politikası uygulaması aynı anda sağlıklı bir ekonomik düzen içerisinde işleyemez. Çünkü sabit döviz kuru uygulaması ekonomik birimlere geleceğe yönelik fiyatlama ve planlama yapma olanağı sağlar. Böylelikle sağlanan güven ortamıyla yatırımlar ve ticaret hacmi artacaktır. Yatırımların ve ticaret hacminin artması sonucu, sermaye hareketliliğinin serbestliğinden kaynaklanan döviz miktarıyla ilgili kontrolsüzlük Merkez Bankası'nın bağımsız bir para politikası uygulayabilmesine engel olacak ve imkansız üçlü durumu ortaya çıkacaktır.<sup>49</sup>

İmkansız üçlü nedeniyle piyasada oluşan döviz fazlasının neden olduğu, Kasım 2000'de yaşanan krizin ardından piyasalarda oluşan likidite sıkıntısı; TCMB'nin piyasalara, Türkiye'nin 1999 yılında IMF ile yaptığı stand-by anlaşması gereği müdahale hakkının olmaması ve uygulanan sabit döviz kuru politikası gereği piyasaların kendi seyrine bırakılması, Şubat 2001 krizinin temel tetikleyicileridir.

Yaşanan ikiz krizlerin ardından 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulanamamış ve Merkez Bankası Şubat 2001 krizinin ardından TMSF'ye devrolan bankaların sahip olduğu DİBS'leri satın alarak iç borçlanmanın devamlılığını sağlamak zorunda kalmıştır. Kriz döneminin ardından Merkez Bankası'nın hem DİBS'lerin finansmanı karşılığında piyasaya nakit akışı sağlaması, hem de kriz döneminde piyasada oluşan döviz fazlasını absorbe etmek için piyasaya TL verip döviz alması, piyasalarda likidite fazlası oluşmasına neden olmuştur.

---

<sup>49</sup> A.B.Aydın (2005). Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması. *Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s.69.

## 3.1.2. 2002 yılında piyasaya yapıcılık isteği

Türkiye ile IMF arasında 1999 yılı Aralık ayında üç yıllık(2000-2002) olarak imzalanan orta vadeli stand-by anlaşmasının, yaşanan krizlerin ardından 2001 yılı sonunda kesilmesi üzerine, 2002 yılı başından itibaren yine üç yıllık orta vadeli yeni bir stand-by anlaşması imzalanmıştır.

2002-2004 dönemi için yenilenen stand-by anlaşmasında kamu borçlarının finansmanın kolaylaştırılması ve maliyetinin azaltılması için önceki döneme göre daha sağlam bir yapıya sahip kuvvetlendirilmiş bir piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmasına karar verilmiştir. 2 Eylül 2002-29 Ağustos 2003 dönemini kapsayan piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanması için aracı kurum olarak 10 adet piyasa yapıcı banka belirlenmiştir. Bunlar; Akbank, Finansbank, Türkiye İş Bankası, Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Vakıfbank, HSBC Bank, Ziraat Bankası, Oyakbank ve Dış Ticaret Bankası'dır.

### 3.1.1. Piyasa yapımcıların ayrıcalıklarına ilişkin değişiklikler

- a) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde olduğu gibi, 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde de, piyasa yapıcı ihale sonrasında opsiyon kullanma hakkına sahiptir. Ancak 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ihale sonrasında kullanılacak toplam opsiyon, ihalede satılan tutarın % 25'i olarak belirlenmişken, 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ihale sonrasında kullanılacak opsiyon miktarı, piyasa yapıcının ihalede aldığı net tutarın % 25'i olarak belirlenmiştir. Ayrıca 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında opsiyon kullanımına ilişkin teklif süresi, ihalenin yapıldığı gün saat 16:00'a kadar iken, 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında opsiyon kullanımına ilişkin teklifler, ihalenin yapıldığı gün saat 17:00'a kadar uzatılmıştır.

<sup>50</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfnl3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

- b) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ‘Piyasa yapıcısı geri alım ihalelerine ve devlet iç borçlanma senedi değiştirme ihalelerine katılabilecektir.’ şeklinde yer alan madde, 2002-2003 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ‘Piyasa yapımcıların ihalede kazandığı net tutarın % 5’ine kadar olan tutarda ilave ihale DİBS’lerini, ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında; elinde bulundurduğu, ihalede satılan DİBS’lerden daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen DİBS’ler Hazine Müsteşarlığı’na değişim amacıyla iade edebilecektir.’ şeklinde genişletilmiştir. Ayrıca geri alınacak olan DİBS’lerin fiyatlarının Hazine tarafından ihalelerden önce tüm nakit akışları göz önünde bulundurularak belirleneceği ve ihalelerden önce ilan edileceği belirtilmiştir.
- c) 2000-2001 ve 2002-2003 piyasa yapıcılığı sistemi uygulamalarının her ikisinde de, piyasa yapımcıları ihalelerde, o ihaleye ilişkin olarak ihale programında ilan edilen borçlanma tutarının üst limitinin % 10’unu aşmamak kaydıyla, ROT verebilmektedirler. Ancak 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasından farklı olarak, ihale için üst limit açıklanmaması durumunda, Hazine Müsteşarlığı’nın her hangi bir oran açıklanmadan uygun gördüğü miktarda satış yapabileceğine ilişkin bir ekleme yer almaktadır.
- d) Hem 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında hem de 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, piyasa yapıcısı ihalelere teminatsız katılabilir maddesi yer almıştır. Ancak yeni dönemde bu madde, ihaleyi kazanıp yükümlülüklerini yerine getiremeyen piyasa yapımcılar için yeniden düzenlenmiş ve bu piyasa yapımcılara da takip eden ihalelerde diğer yatırımcılara uygulanan cezai teminat şartları uygulanacağı şartı eklenmiştir.
- e) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi sözleşmesinde, 2000-2001 döneminden farklı olarak, halka arz yoluyla yapılacak devlet iç borçlanma senedi ihraçlarının sadece piyasa yapımcıların aracılığıyla gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir.
- f) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, Merkez Bankası’nın 19 Şubat 2003 tarihli basın duyurusunda, piyasa yapıcılığı sisteminin desteklenmesine yönelik ikinci kurumsal adım olarak açıkladığı ve 24



Şubat 2003 tarihinde faaliyete geçeceğini bildirdiği, banka bünyesinde kurulan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasasıyla ilgili Ocak 2003'te yayınlanan 'DİBS Ödünç İşlemler Piyasası Uygulama Talimatı' piyasa yapımcıların ikincil piyasa işlemlerine ilişkin bir takım yeni ayrıcalıklar içermektedir. Bunlar;

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası bünyesinde kurulmuş bulunan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası, bankalar arası DİBS piyasalarının derinleşmesi çerçevesinde piyasa yapıcılığı sisteminin bir destekleyicisi unsuru olmak kaydı ile bankacılık sistemin de atıl tutulan DİBS'lerin daha verimli kullanılmasını sağlamak amacıyla DİBS fazlası olup bunu kısa dönemde plase etmek isteyen bankalar ile DİBS ihtiyacı bulunup bu ihtiyacını karşılamak isteyen piyasa yapıcısı bankaların karşılaştırıldığı bir piyasadır(TCMB 2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı).
- DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından piyasa yapıcısı olarak seçilen bankalar ödünç DİBS alma ve verme işlemlerine taraf olabilecekler, piyasa yapıcısı olarak yetkilendirilmeyen bankalar, sadece ödünç DİBS veren taraf olabileceklerdir. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar ile diğer finansal kurumlar ise, özel mevzuatlarında yer alan kısıtlamalar saklı kalmak kaydıyla, bankalar aracılığıyla ödünç veren taraf olabileceklerdir(TCMB, 2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı).
- DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda işlem yapmak isteyen her piyasa yapıcısı banka için ödünç alabilme limiti kıymet bazında belirlenecektir. Piyasa yapıcısı bankalar için ödünç DİBS alma limiti hesaplanmasında, başlangıçta piyasa yapıcısı bankaların 22 Temmuz 2002 tarihinden itibaren Hazine'nin ihraç ettiği Türk Lirası cinsi DİBS'lerden piyasanın açıldığı tarihe kadar geçen sürede aldıkları ve itfa edilmemiş tutarlar toplamının oransal payları dikkate alınacaktır.(TCMB,2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı)
- Her banka için elde edilecek oranın DİBS bazında piyasada ödünç alabilme limiti ile çarpılması sonucunda piyasa yapıcısı bankanın kıymet

bazında ödünç alabilme limiti belirlenecektir.(TCMB, 2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı)

- Piyasanın açıldığı tarihten itibaren piyasa yapıcısı bankaların borç alabilme limitleri aynı kriter çerçevesinde 3 ayda bir yeniden değerlendirilecektir. Limit artırımı durumunda, piyasa yapıcısı bankanın bu imkanını bildirimle birlikte hemen kullanabilmesi mümkün olabilecektir. Limit düşürülmesi durumunda ise bildirim sırasında piyasa yapıcısı bankanın outstanding işlem stoku yeni limitten fazla ise bankanın limiti işlem vadeleri geldikçe düşürülecektir.(TCMB, 2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı)

- g) Piyasa yapıcılar her iki dönemde de ‘Türk DİBS piyasa yapıcısı’ unvanını kullanabilme hakkına sahiptir.
- h) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcılar her ay yapılacak olan Danışma Kurulu toplantılarına bir temsilci ile katılabiliyorken, bu rakam 2002-2003 piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ikiye çıkarılmıştır.
- i) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında 2000-2001 döneminden farklı olarak, Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilecek olan azami 30 gün süreli para piyasası nakit işlemlerinin piyasa yapıcısı bankalar ile yapılacağı belirtilmiştir.
- j) Merkez Bankası 3 Eylül 2002 gün ve 2002-73 sayılı basın duyurusunda ‘Merkez Bankası’nın Piyasa Yapıcılığı Sistemine Yaklaşımı’ adı altında sistemi uygulayan piyasa yapıcılara bir takım ayrıcalıklar sağlayacağını açıklamıştır. Bunlar ayrıcalıklar kısaca şöyledir:

- Finansal piyasaların derinleşmesine sağlayacağı katkılar nedeniyle, Merkez Bankası, fiyat istikrarı temel hedefi ile uyumlu olarak, piyasa yapıcılığı sistemini desteklemeye ve piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde Türk Lirası likidite imkanı sağlamaya karar vermiştir. Geçmiş para kurulu benzeri para politikasının imkan vermediği, ancak enflasyon hedeflemesine yönelik ve dalgalı kur rejimini veri alan para politikası ile tutarlı olan bu destek çerçevesindeki

düzenlemeler, mevcut açık piyasa işlemleri çerçevesinde uygulanacak olup, Hazine Müsteşarlığı ile piyasa yapıcı bankalar arasında düzenlenen sözleşmelere Merkez Bankası'nın taraf olması söz konusu değildir.

- Piyasa yapıcısı bankalara sağlanacak likidite imkanı, söz konusu bankaların 22 Temmuz 2002 tarihinden itibaren Hazine Müsteşarlığı'nın ihraçlarından aldıkları/alacakları (ihale, ihale sonrası teklif, rekabetçi olmayan teklif, halka arz, TAP ve değişim ihalelerinden alınan Türk lirası cinsi kıymetlerin net tutarı esas olup, dövize endeksli hariç tutulmaktadır.) ve itfa edilmemiş DİBS'lerin ihraç değerlerinin % 10'u ile sınırlı olacaktır.
- Piyasa yapıcısı bankalar sağlanan % 10'luk likidite imkanının tamamını kotasyon yöntemi ile yapılacak repo işlemleri için kullanabilecekleri gibi, söz konusu likidite imkanının en fazla yarısını, Hazine Müsteşarlığı'na ölçüt kıymet kabul edilen Türk lirası cinsi DİBS'leri Merkez Bankası'na satmak içinde kullanabileceklerdir.
- Piyasa yapıcı bankalarla gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kotasyon yöntemi kullanılacak olup, faiz oranları Merkez Bankası'na saptanacaktır. Merkez Bankası piyasada fazla likiditenin devam ettiği süreçte, piyasa yapıcı bankalarla gerçekleştireceği repo işlemleri faiz oranlarını, piyasa koşullarını dikkate alarak, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı üzerine ilave bir faiz oranı ekleyerek belirleyecek, ancak belirleyeceği faiz oranının Merkez Bankası Türk lirası borç alma/borç verme kotasyonları ortalamasının üzerine çıkmamasına dikkat edecektir.
- Merkez Bankası piyasa yapıcısı bankalardan gerçekleştireceği ölçüt DİBS alış işlemlerinde, faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtması amacıyla, ihale yöntemini tercih edecektir. Uygulamada likidite ihtiyacı olan bankalar ölçüt DİBS satma isteklerini Merkez Bankası'na ileteceklerdir. Merkez Bankası diğer piyasa yapıcısı bankalarla görüşecek, uygun gördüğü DİBS ya da DİBS'ler için tercihen doğrudan alım ihaleleri açacak, ancak piyasa koşullarını dikkate alarak, alım işlemlerini kotasyon yöntemi ile de gerçekleştirebilecektir.

- Bir günde gerçekleştirilecek toplam DİBS alım miktarı piyasa yapıcısı bankalara tanınan ve % 10'luk toplam likidite imkanının yarısı olan toplam DİBS satış imkanının en fazla % 20'si kadar olabilecektir. Böylece Merkez Bankası'nca piyasa yapıcısı bankalara likidite imkanının, limitli olması ve işlemlerde kullanılacak yöntemler nedenleriyle, sürekli bir fonlama aracı olmayacağı düşünülmekte olup, işlem faiz oranları piyasa şartlarını yansıtacaktır.
- Piyasa yapıcısı bankalarla belirlenen limitler çerçevesinde kotasyon yöntemi ile gerçekleştirilecek repo işlemlerinin vadeleri, gecelik ve bir haftalık olarak belirlenmiştir. Söz konusu repo işlemlerinin faiz oranları, 3 Eylül 2002 tarihinden itibaren, her iki vade için de % 49 olacaktır.

Merkez Bankası dışında etkin çalışan para ve döviz piyasalarının oluşmasının desteklenmesi, finansal piyasalardaki istikrar açısından gerekli, fiyat istikrarı amacı ile uyumlu görülmektedir. Nitekim Merkez Bankası, temel hedef olan fiyat istikrarı ile uyumlu olarak, finansal piyasalardaki istikrarı arttıracak ve finansal piyasaların gelişmesine katkı sağlayacak düzenlemelere büyük önem vermekte, gerekli katkıları yapmaktadır(TCMB, Yıllık Rapor, 2002).

### 3.1.2.Piyasa yapıcıların yükümlülüklerine ilişkin değişiklikler

- a) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcı bankalar her üç aylık dönemde, birincil piyasada Hazine tarafından ihale yoluyla ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 2'sini almakla yükümlü tutulmuşlardı. 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ise bu oran aylık asgari % 3 olmak üzere, her üç aylık dönemde, birincil piyasada Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 5'i olarak değiştirilmiştir. En az alım yükümlülüğünün hesaplanmasında Hazine'nin ilan ettiği borçlanma programındaki ihale yolu ile borçlanma hedefi tutarı ile aynı dönem için ihale yolu ile borçlanmanın gerçekleşme tutarından hangisi düşük ise o dikkate alınacaktır.

- b) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcının almakla yükümlü olduğu DİBS tutarı hesaplanırken, ROT yoluyla yapılan veya opsiyonlu satışı yapılan DİBS'ler bu hesaplama dahil edilmezken, 2002-2003 döneminde hesaplama katılmayan verilere, üç aylık referans bono ihaleleri de dahil edilmiştir.
- c) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına, piyasa yapıcının üç aylık dönemde almakla yükümlü olduğu DİBS'lerle ilgili; değerlendirmeye tabi tutulan üç aylık dönem için, bu üç aydan her hangi birinde piyasa yapıcının aylık yükümlülüğünden fazla almış olduğu DİBS tutarının, bir sonraki ayın yükümlülüğünden düşüleceği, şeklinde yeni bir madde eklenmiştir.
- d) Piyasa yapıcılar hem 2000-2001 dönemi hem de 2002-2003 döneminde DİBS ikincil piyasasında likiditeyi sağlamak ve alım-satım kotasyonu vermekle yükümlü tutulmuşlardır. Ancak piyasa yapıcıların İMKB ve Bono Piyasasında, Hazine tarafından belirlenmiş tüm ihraçlar için vermesi gereken kotasyon tutarı 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde 2 trilyon TL'den 3 trilyon TL'ye yükseltilmiştir.
- e) 2000-2001 ve 2002-2003 piyasa yapıcılığı sistemi uygulamaları Hazine tarafından belirlenen ölçüt ihraçların alım-satım kotasyonları arasındaki azami açıklık miktarı konusunda da farklılıklara sahiptir. Bu farklılıklar şöyle sıralanabilir:
- İskontolu DİBS'ler için; % 20'nin altı için 0.25 puan, % 20-50 aralığı için 0.50 puan, % 50 ve üzerinde ki oranlar için 1 puan olan kotasyonlar arası açıklık, yeni dönemde % 40'ın altındaki oranlarda 0.50 puan, % 40-60 aralığında oranlarda 1 puan, % 60 ve üzerindeki oranlarda ise 1.50 puan olmak üzere yeniden düzenlenmiştir.
  - 2000-2001 döneminde kuponlu DİBS'ler için yüzdeler dilimler baz alınarak belirlenen kotasyonlar arası açıklık, 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, kuponlu DİBS'ler için kotasyonlar fiyat üzerinden verilir ve alış-satış fiyatları arasındaki azami açıklık 1000 TL olmalıdır, şeklinde değiştirilmiştir.

f) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında yer alan ikincil piyasaya ilişkin aşağıdaki kriterler yeni dönem piyasa yapıcılığı sisteminde uygulamadan kaldırılmıştır. Bu kriterler şöyledir:

- Piyasa yapıcının ikincil piyasalardaki DİBS kesin alım-satım işlem hacmi, her üç aylık dönemde toplam ikincil piyasa kesin alım-satım işlem hacminin % 2'sinin altına düşmeyecektir. Bu tutarın hesaplanmasında TCMB ile yapılan işlemlerle, grup bankalarının kendi aralarında yaptıkları işlemler dikkate alınmayacaktır.
- Piyasa yapıcı İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında bir gün içinde, herhangi bir ölçüt senet için, zorunlu kotasyonları üzerinden senedin toplam net ihraç tutarının en az % 2'si kadar bir tutarda net alıcı veya satıcı olduğunda (alımları ile satışları arasındaki farkın mutlak değerinin senedin net ihraç tutarının % 2'sini aşması durumunda), o günün sonuna kadar söz konusu DİBS için kotasyon verme yükümlülüğünde olmayacaktır.

### 3.1. Piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin diğer değişiklikler

- a) Hem 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemine, hem de 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemine göre Türkiye'de piyasa yapıcıların denetimi Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilir.
- b) 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde Hazine'nin piyasa yapıcısının yükümlülüklerini yerine getirmediğini tespit etmesi halinde, piyasa yapıcısı önce Hazine tarafından yazılı olarak uyarılır. Ardından sözleşme, süresi baştan ilan edilmek kaydıyla, en çok 91 güne kadar askıya alınır. 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ise piyasa yapıcının yükümlülüklerini yerine getirmediğinin tespit edilmesi halinde, piyasa yapıcısı öncelikle Hazine tarafından sözlü olarak uyarılır. İlgili durumun devam etmesi halinde ise yazılı olarak uyarılır. Sözleşme ihlalinin üçüncü kez tekrarlanması halinde piyasa yapıcısının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır ve durum kamuoyuna bildirilir. Söz konusu bir aylık dönemde Hazine tarafından denetlenen piyasa

yapıcısı sözleşme ihlalini tekrarlarsa, verilen sürenin dolmasının ardından piyasa yapıcısının sözleşmesi feshedilir ve durum kamuoyuna bildirilir.

- c) 2002-2003 piyasa yapıcılığı sözleşmesine göre sözleşmesi bir kere bir ay süreyle askıya alınan ve feshedilmeyen piyasa yapıcı ikinci defa sözleşme ihlalini tekrarlarsa, öncelikle sırasıyla sözlü ve yazılı olarak uyarılır ardından sözleşme ihlalini üçüncü kez tekrarlaması halinde sözleşmesi askıya alınmadan derhal feshedilir ve kamuoyuna duyurulur.
- d) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına göre piyasa koşullarında önemli değişimler olması halinde, Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu olağanüstü toplantıya çağırılır.
- e) 2002-2003 piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına göre Hazine sözleşmede belirtilen kotasyon verme yükümlüğünü geçici bir süre için kaldırabilir veya azami kotasyon açıklıklarını arttırabilir.
- f) Piyasa yapıcıları kotasyon vermekle yükümlü olduğu ölçüt ihraçlar, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmi dikkate alınarak Hazine tarafından belirlenir. Vadesine 91 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkar. Ölçüt ihraç sayısı 4'ü aşamaz. Ölçüt ihraç olarak belirlenecek senetler borçlanma programlarında ilan edilir.

### 1.1.2 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi

Merkez Bankası 2001 Şubat krizinin ardından uygulamakta olduğu sabit döviz kuru para politikası uygulamasını bırakıp onun yerine esnek döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulamaya başlamıştır. Bu dönemde Merkez Bankası tarafından 2003 Nisan ayında % 44 olan gecelik borçlanma faiz oranlarında 6 defa indirime gidilerek Ekim 2003 itibariyle % 26 seviyesine çekilmiştir.

Merkez Bankası 2003 yılında uyguladığı para politikasıyla ilgili bazı zorluklarla karşılaşmıştır. Öncelikle: Merkez Bankası'nın 2001 yılı Şubat krizi sonucu bankacılık kesiminin likidite ihtiyacını karşılamaya yönelik

<sup>51</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfnl3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

olarak piyasaya verdiği 14 katrilyon TL'lik likiditenin etkileri 2003 yılında da devam etmiş, piyasadaki likidite fazlası yıl içinde 5 ile 14 katrilyon TL aralığında dalgalanma göstermiştir(MÜSİAD, Yıllık Ekonomik Rapor, 2004).

Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahaleleri sonucu yaptığı döviz alımları karşılığı yarattığı Türk lirası; bunun sonucu oluşan aşırı likiditenin açık piyasa işlemleri yoluyla geri çekilmesi sebebi ile yapılan faiz ödemeleri ve mevduat münzam karşılıklarına yapılan faiz ödemeleri, piyasadaki likiditeyi arttıran faktörler olmuştur. Buna mukabil; Hazine'nin döviz cinsi borç geri ödemeleri ve bunun yerine Türk Lirası cinsinden borçlanmaları; Hazine'nin Merkez Bankası portföyünde bulunan DİBS kuponları için yaptığı faiz ödemeleri ve para talebindeki artış likiditeyi azaltan faktörler olmuştur. Arttırıcı ve azaltıcı faktörlerin net etkisi ile 2003 sonu itibariyle 8,3 katrilyon TL civarında oluşan likidite fazlası olmuştur. Piyasadaki likiditenin bankacılık sistemi ve para piyasaları arasındaki dengesiz dağılımı, zaman zaman piyasa faiz oranlarını arttırıcı yönde baskı oluşturmaktadır. Fazla likiditenin azaldığı 2003 Mayıs-Temmuz döneminde benzer bir baskı gözlenmiş, ancak bu baskı Merkez Bankası'nın piyasa yapıcı bankalara sağladığı likidite ile aşılmış, faiz oranlarının aşırı dalgalanması önlenmiştir. 2003 yılında karşılaşılan diğer bir güçlük ise 'ters para ikamesi' ile birlikte döviz kuru ve efektif girişı 'ters para ikamesi' ile birlikte döviz kuru üzerinde baskı oluşturmuş, Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki değeri artmaya devam etmiştir. Merkez Bankası 2003 yılında 9,9 milyar ABD doları tutarında döviz satın alarak, Türk Lirası'nın daha da değeri kazanmasını engellemeye çalışmıştır. Bu döviz alımları karşılığında 13.9 katrilyon TL'lik bir likidite oluşturmuştur. 2003 yılında alınan döviz tutarının, bugüne kadar Merkez Bankası'nca bir yıl içinde alınan en yüksek tutar olduğunu belirtmek gerekir. Merkez Bankası döviz alımları sonucu oluşturulan likidite fazlasını ters repo işlemleri ve bankalar arası para piyasasındaki Türk Lirası depo işlemleri ile kısırlaştırmış(sterilize



etmiş), böylece piyasadaki likidite seviyesi enflasyon hedefi ile uyumlu bir çizgide tutulmaya çalışılmıştır(MÜSİAD, Yıllık Ekonomik Rapor,2004:64).

Mali disiplin ve tutarlı makroekonomik politikalar ile birlikte ekonomide sağlanan güven ortamının iyileşmesi, geleceğe yönelik belirsizliklerin azalmasının bir sonucu olarak, 2002 yılında % 42 olan TL cinsi enstrümanların toplam borç stoku içindeki payı, 2004 yılı sonu itibarıyla % 58'e çıkmıştır. Toplam borç stoku içinde 2002 yılında % 55 olan değişken faizli senetlerin payı, 2004 yıl sonunda % 46 seviyesine gerilemiştir(T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı,Kamu Net Borç Stoku 2004 Yıl Sonu Gerçekleşmeleri, s.8).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 ikiz krizlerinin ardından uygulanamayan 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminden sonra, 2002-2003 dönemine daha temkinli başlanması ve bir önceki döneme ait eksiklikleri de göz önünde bulunduran bir piyasa yapıcılığı sözleşmesinin oluşturulması 2002-2003 döneminde sistemin başarıyla uygulanmasını sağlamıştır.

2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminin başarıyla uygulanmasının ardından 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi genel çerçevesiyle ele alındığında 2002-2003 dönemiyle neredeyse aynı olmakla beraber sistemin uygulanmasını kolaylaştırıcı bir takım yenilikleri de bünyesinde barındırmaktaydı. Bu yenilikleri şöyle sıralayabiliriz:

- a) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında 10 olan piyasa yapıcı banka sayısı sisteme bir devlet bankası olan Halk Bankası'nın da eklenmesiyle 11'e çıkarılmıştır.
- b) Türk piyasa yapıcılığı sisteminin 2000-2001 dönemi uygulamasında, DİBS'lerin birincil piyasada aracı kurumlara ihracı gerçekleştirilirken uygulanmakta olan çoklu fiyat ihale yöntemi Şubat 2001 krizinin ardından 20 mart 2001 dönemi itibarıyla değiştirilmiştir. Çoklu fiyat ihale yöntemi üç şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlar:

- Hazine, ihraç etmek istediği kıymetle ilgili borçlanma vadesi ve borçlanma miktarıyla ilgili bilgiyi önceden ilan eder ve faizi ihaleye bırakır. İhale için planlanan miktara ulaşıncaya kadar ihaleyle ilgili teklifler kabul edilir ve ardından teklifi kabul edilenlere ne kadar faiz ödeneceği ortaya çıkmış olur.
- Hazine borçlanma vadesi ve ödemeyi planladığı faizi önceden ilan edip borçlanacağı miktarı ihaleye bırakır. Bu yöntemde hazine sadece hangi vade ve hangi faiz oranıyla borçlanmak istediği açıklar, borçlanma miktarı ise ihalede, Hazine'nin belirlediği faiz oranına paralel gelen teklifler sonrası ortaya çıkar.
- Hazine sadece borçlanma vadesini belirler ve borçlanacağı miktarla ödeyeceği faizi ihalede gelecek tekliflerin sonucuna bırakır. Bu yöntemde ihraç edilecek senet miktarı ve ödenecek faiz oranı gelen teklifler doğrultusunda Hazine tarafından belirlenir.
- Gerçekleşen krizin ardından çoklu fiyat ihale yönteminden, tek fiyat ihale yöntemine geçilmiştir. Tek fiyat ihale yönteminde kıymetin vadesi ve faizi hazine tarafından belirlenir ve ilgili vade ve faizi kabul eden katılımcılara kıymetin satışı gerçekleştirilir.

Türkiye’de ikiz krizlerin ardından yaşanan olumlu gelişmeler sonucu gecelik faiz oranlarında ki büyük düşüş, piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması için rekabeti attırması ve bireysel katılımcıları sisteme dahil etmeyi amaçlaması açısından çoklu fiyat ihale yöntemini tekli fiyat ihale yönteminden daha cazip hale getirmiştir. Bunun üzerine 2004 yılı şubat ayından itibaren DİBS ihalelerinde çoklu fiyat ihale yöntemi uygulamasına geçilmiştir.

- c) 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, piyasa yapıcıların ihale sonrası teklif verme saati, valör günü itibariyle saat 17:00’dan 14:00’a çekilmiştir.
- d) 2003-2004 piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ihale sonrası tekliflere ilişkin olarak satışı gerçekleşecek azami devlet iç borçlanma senedi miktarıyla ilgili de değişiklik yapılmıştır. 2002-2003 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde her

bir piyasa yapıcının ihale sonrası teklifine ilişkin satın alabileceği kıymet miktarı, piyasa yapıcının ihalede aldığı net miktarın(rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanmasıyla yapılacak satışlar hariç) % 25'i kadar iken, 2003-2004 piyasa yapıcılığı uygulamasında bu miktarın ihale sistemine göre hesaplanacağı bildirilmiş ve tek fiyat ihale yöntemi uygulamasında bu miktarın, piyasa yapıcının ihalede aldığı net tutarın % 20'si kadar olacağı, çoklu fiyat ihale yönteminde ise bu miktarın her bir piyasa yapıcı için, piyasa yapıcının ortalama fiyatın üstünde kalan net teklifleri toplamının % 40' kadar olacağı belirtilmiştir.

- e) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan 'piyasa yapıcının ihalede kazandığı net tutarın % 5'ine kadar olan tutardaki ilave devlet iç borçlanma senetlerini ihale yöntemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında, elinde bulundurduğu ve ihalede satılan DİBS'lerden daha kısa vadeli olan, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenmiş DİBS'leri müsteşarlığa değişim amacıyla iade edebilir. Geri alınacak olan DİBS'lerin fiyatları iç verim oranı esasına göre hesaplanır ve Müsteşarlık tarafından ihalelerden önce ilan edilir' maddesine 'piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren TL ve döviz cinsi tüm senetler için ihale günü saat 16:00'a kadar değişim teklifi verebilir' eklemesi yapılmıştır.
- f) 2003-2004 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan 'piyasa yapıcı aylık % 3 olmak üzere her üç aylık dönemde, birincil piyasada Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 5'ini almakla yükümlüdür. Ez az alım yükümlüğünün hesaplanmasında Müsteşarlığın ilan ettiği borçlanma programındaki ihale yolu ile borçlanma hedefi tutarı ile aynı dönem için ihale yolu ile borçlanmanın gerçekleşme tutarlarından hangisi düşük ise o dikkate alınır. Bu tutarın hesaplanmasında ihale sonrası teklif yoluyla yapılan satışlar ve 3 aylık referans bono ihaleleri dikkate alınmazken rekabetçi olmayan teklif yoluyla yapılan satışlar hesaplama dahil edilir' maddesi 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, yapılan hesaplama rekabetçi olmayan teklif tutarının da katılmayacağı belirtilerek yer almıştır. Bu değişikliğin amacı rekabetçi olmayan teklif yoluyla gerçekleşen

satışların miktarını arttırmak ve böylelikle Hazine'nin ihale gerçekleşmeden öncede bir miktar satış garantisi elde etmesini sağlamaktır.

- g) Piyasa yapıcınının 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, İMKB tahvil ve Bono Piyasası'nda kotasyon verme yükümlüğü 9:30-12:00, 13:00-16:00 saatleri arasında iken, 2003-2004 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde bu saatler 9:45-12:00,13:15-16:00 olarak güncellenmiştir. Bu kapsamda, piyasa yapıcı bankalara piyasanın açılışından itibaren 15 dakika süre verilerek, piyasadaki durumu değerlendirme imkanı sağlanmıştır(Elmadağ, 2005,s.88).

### 5.1.2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi<sup>52</sup>

2003 yılında 43,1 katrilyon TL olan nakit dengesi, 2004 yılında 30,4 katrilyon TL'ye düşmüştür. Bütçe finansmanında ise dış borçlanmanın payı % 3,3'ten, % 101,1'e yükselirken, % 101,1'lik pay ile iç borçlanma 2004 yılında da ana finansman kaynağı olmaya devam etmiştir. 2004 yılının genelinde, 30,8 katrilyon TL tutarında net borçlanma yapılmış; böylelikle, 2004 yılında borçlanma limitinin altında kalınmıştır. Bu dönemde, borçlanma faiz oranlarında görülen gerileme, borçlanma vadelerinin uzaması ve döviz kurlarının düşük seviyelerde seyretmesi nakden ödenen borç faizlerinin beklenenin altında olmasını sağlamış, bu çerçevede borçlanma ihtiyacı öngörülenin altında gerçekleşmiştir(MÜSİAD, Yıllık ekonomik Rapor, 2004).

Türkiye'de 2003 yılı itibarıyla büyük oranda düşürülen kısa vadeli faiz oranları, 2004 yılında da Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında ana enstrüman görevi görmeye devam etmiş, döviz kurlarında ise dalgalı kur rejimi uygulaması sürdürülmüştür. 2004-2005 piyasa yapıcılığı sisteminin uygulandığı dönemde piyasalarla ilgili en önemli gelişmelerden biri Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası(VOB)'nın açılmış olmasıdır. VOB 4 Şubat 2005 tarihinde İzmir'de işleme

<sup>52</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfnl3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

açılmıştır. VOB düzenlediği vadeli işlem sözleşmeleriyle, yatırımcılara, bugünden belirlenen fiyattan, yine önceden belirlenmiş miktarda kıymeti, alma veya satma olanağı sağlayan bir tür türev araçlar piyasasıdır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, piyasalarında yaşanan aşırı dalgalanmalar göz önüne alındığında, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın piyasadaki faiz oranlarının önceden kestirilmesine yardımcı olan bir tür tahmin yöntemi olduğu ve yatırımcıların geleceğe yönelik beklentilerinde ki belirsizliği gidermeye yardımcı olması açısından çok büyük önem taşıdığı söylenebilir.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın açılması sonucu, ekonomide daha planlı ve risk yönetimi konusunda daha avantajlı bir dönemde uygulamaya konulan 2004-2005 piyasa yapıcılığı sistemi, 2003-2004 piyasa yapıcılığı sisteminden sadece piyasa yapıcılarının sahip olduğu haklar ve yerine getirmeleri gereken yükümlülükler konusunda bir takım farklılıklar taşımaktaydı. Bu farklılıkları şöyle sıralayabiliriz:

- a) 2003-2004 piyasa yapıcılığı uygulamasında 11 olan piyasa yapıcı banka sayısı, 2004-2005 piyasa yapıcılığı uygulamasında, yabancı bir banka olan Deutsche Bank'ında sisteme dahil olmasıyla 12 olmuştur.
- b) 2004-2005 piyasa yapıcılığı sisteminde birincil piyasada piyasa yapıcılara tanınan devlet iç borçlanma senedi değişim miktarlarıyla ilgili değişiklik yapılmıştır. 2003-2004 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde 'piyasa yapıcının ihalede kazandığı net tutarın % 5'ine kadar olan tutarda ilave ihale karşılığında; elinde bulundurduğu, ihalede satılan DİBS'ten daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenen DİBS'leri Müsteşarlığa değişim amacıyla iade edebilir. Geri alınacak olan DİBS'lerin fiyatları iç verim oranı esasına göre hesaplanır ve Müsteşarlık tarafından ihalelerden önce ilan edilir. Piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren TL ve döviz cinsi tüm senetler için ihale günü saat 16:00'ya kadar değişim teklifi verebilir.' şeklinde olan piyasa yapıcının yararlanabileceği % 5 DİBS değişim oranının hesaplamasına 2004-2005 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcının yapmış olduğu rekabetçi olmayan teklif tutarında ilave edileceği açıklanmıştır.

- c) 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde 3 trilyon TL olarak belirlenen asgari alım-satım kotasyonu, 2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi için 5 trilyon TL olarak belirlenmiştir.
- d) 2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında ölçüt ihraçlarda alım-satım kotasyonları arasında azami açıklık üzerinde bir takım değişiklikler yapılmıştır. İskontolu DİBS'ler için yıllık basit faiz üzerinden verilen kotasyonlar arası açıklık % 0-% 19,99 aralığında 0,25 puan, % 20-% 39,99 aralığında 0,50 puan, % 40-% 59,99 aralığında 1,00 puan ve % 60 ve üzerindeki oranlarda 1,50 puan olarak belirlenmiştir.

### 6.1.2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi<sup>53</sup>

2005 yılında, konsolide bütçe faiz harcamaları, borçlanma faiz oranlarında düşüşe paralel olarak 2004 yılına göre yüzde 19,1 oranında azalarak 45,7 milyar YTL'ye kadar gerilemiştir. Bu dönemde, iç borç faiz ödemeleri yüzde 21,8 oranında azalırken, dış borç faiz ödemeleri ise yüzde 2,7 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelişmelere göre, konsolide bütçe faiz giderlerinin bütçe başlangıç ödeneğinin 10,8 milyar YTL altında kaldığı görülmektedir. Öte yandan, 2004 yılında yıllık ortalama % 24,7 olan iskontolu TL cinsinden iç borçlanma faiz oranları, 2005 yılında % 16,3'e kadar gerilemiştir. 2005 Aralık ayında gerçekleştirilen YTL cinsi iskontolu borçlanmaların ortalama faizi ise % 14,2'ye kadar gerilemiştir. YTL cinsi iç borcun kamuya ait olan kısmının reel faizi % 6,4'e kadar gerilerken, iç borçların ağırlıklı kısmını oluşturan YTL cinsinden piyasaya olan iç borçların reel faizi son derece yüksek seyretmeye devam etmiş ve % 10,6 olarak gerçekleşmiştir. Piyasadan borçlanmalardaki yüksek reel maliyetler, bu alanda kaydedilen gelişmelere rağmen hala önemli bir seviyededir. Zira kamunun borçlanma ihtiyacı hem azalmış, hem de kamu maliyesinin riski düşmüştür(MÜSİAD, Yıllık Ekonomik Rapor, 2006).

<sup>53</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfnl3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

Ayrıca 2005 yılında para tabanı ve net uluslar arası rezervler performans kriteri, net iç varlıklar ise gösterge niteliği olarak izlenmeye devam edilmektedir. TCMB, enflasyon hedeflemesine geçiş için gereken ön koşulların sağlandığı ve 2006 yılı itibariyle açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini duyurmuştur. Dolayısıyla, gelinen nokta kısa vadeli faiz oranları ve finansal istikrar açısından son derece önemlidir(Aydın,Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi,2005).

Tüm bu önemli değişiklikler iç borçlanma finansmanı olan, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına da yansımıştır. Bunları şöyle özetleyebiliriz:

- a) 2004-2005 piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcının, rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapabileceği toplam ihraç tutarının ihaleye ilişkin üst limitin % 10'unu aşamayacağı (Bankalar dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarına ihale sistemine göre oluşan veya ortalama fiyattan yapılacak satışlar bu miktarın hesaplanmasında dikkate alınmaz) şeklinde yer alan ibare 2005-2006 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılacak toplam ihraç tutarının ihaleye ilişkin üst limitin % 30'unu aşamayacağı şeklinde güncellenmiştir.
- b) 2004-2005 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcıya sadece Hazine tarafından belirlenen DİBS'lerin iadesi karşılığında verilmiş olan % 5'lik değişim imkanı, 2005-2006 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, yine Hazine tarafından belirlenen kıymetlerle ilgili olarak, piyasa yapıcının rekabetçi olmayan teklif tutarı ile ihalede kazandığı net tutarın toplamının % 5'i kadar ilave DİBS almaya hak kazanması şeklinde güncellenmiştir.
- c) 2004 yılında DİBS ikincil piyasa faiz oranları düşme eğilimi göstermiş, bu gelişmeye paralel olarak da, kuponlu DİBS'lerin alım-satım fiyatları arasında ki açıklık ile iskontolu DİBS'lerin yıllık basit faiz üzerinden belirlenen kotasyonlar arasındaki açıklığı yeniden belirlenmiştir. Yeni düzenlemeler şöyledir:

- İskontolu DİBS için kotasyonlar yıllık basit faiz üzerinden, kotasyonlar arası açıklık % 9,99 ise 0,13 puan, % 10-%19,99 aralığında ise 0,25 puan, % 20 ve üzerinde ise 0,50 puan olarak belirlenmiştir.
  - Kuponlu DİBS için ise 2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında 1000 TL olan kıymetin fiyatı üzerinden verilecek olan kotasyonların alım-satım fiyatları arasındaki azami açıklığı, 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında 0,5 YTL olarak değiştirilmiştir.
- d) 2005-2006 piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcının, rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapabileceği toplam ihraç tutarının sınırının, ihaleye ilişkin üst limitin % 10'undan % 30'una çıkarılması değişikliğine paralel olarak, rekabetçi olmayan teklif tutarının ihale için belirlenen üst limitin % 10'unu aşması durumunda, % 10'luk miktar teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılmaktadır şeklinde ki ibare de, teklif tutarının ihale için belirlenen üst limitin % 30'unu aşması durumunda % 30'luk miktarın teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılması şeklinde güncellenmiştir.
- e) 2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcının mücbir sebepler dışında öngörülen yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde önce sözlü olarak, aynı durumun ikinci defa tekrarı halinde ise yazılı olarak uyarılmasını öngören madde, 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının yükümlülük ihlali halinde iki defaya mahsus olarak yazılı olarak uyarılacağı şeklinde değiştirilmiştir. İlgili maddeye ait yükümlülük ihlalinin üçüncü defa tekrarlanması halinde sözleşmenin bir defaya mahsus olarak bir ay süreyle askıya alınacağına ilişkin ibarede ise değişiklik yapılmamıştır.



## 2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi

2001 krizi sonrası, fiyat istikrarının sağlanarak sürdürülebilir büyüme ortamının devam ettirilmesi temel amacı çerçevesinde oluşturulan makroekonomik program ve yapısal reformlar kararlılıkla uygulanmıştır. Bunun yanı sıra, elverişli uluslar arası ortamında desteğiyle Türkiye ekonomisi yüksek bir büyüme performansı sergilemiş ve bu eğilim 2006 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Ancak, 2006 yılının ikinci çeyreğinde küresel piyasalarda oluşan dalgalanmalar ve riskten kaçınma eğiliminin yükselmesi, Türkiye’de diğer yükselen piyasalarda olduğu gibi, risk priminin artışına bağlı olarak finansman maliyetlerini yükseltmiştir. Bu gelişmeler sonucunda enflasyonda ve enflasyon beklentilerinde artış gözlenmiş, Merkez Bankası yükselen enflasyon beklentilerini kontrol altına almak amacıyla politika faizlerini arttırmıştır(TCMB, Yıllık Rapor, 2006).

2001 krizi sonrası bankacılık sisteminde gerçekleştirilen yapısal reformlara bağlı olarak oluşan güven ortamı, bankacılık sektörünün ve bireylerin beklentilerini olumlu yönde etkilemiştir. 2003 yılının ikinci çeyreğinden itibaren kredi hacmi belirgin bir şekilde artmış ve bu artış 2006 yılının ilk yarısına kadar devam etmiştir. Ancak 2006 yılında piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar kısa vadeli faizlerde uzun zamandır süregelen düşme eğilimini olumsuz etkilemiş ve kısa vadeli faiz oranları artarak kredi artış hızının da yavaşlamasına neden olmuştur.

2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan finansal dalgalanmaya rağmen borç stokundaki iyileşme eğiliminin devam ettiği gözlenmektedir. Toplam kamu borç stokunun büyük bir kısmını oluşturan merkezi yönetim borç stoku, 2006 yılında bir önceki yıla göre % 4 oranında artış göstererek 344,8 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmiştir. 2006 yılında, hedeflenenin üzerinde faiz dışı fazla elde edilmesi ve 10,6 milyar YTL tutarında ki özelleştirme gelirleri borç stokunun artış hızını sınırlamıştır. Ortalama borç

<sup>54</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi*’nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfml3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

vadesi Mayıs-Temmuz dönemindeki kısılmanın ardından, Eylül ayından itibaren 5 yıl vadeli gerek değişken gerekse sabit kuponlu senetlerin yeniden ihraç edilmeye başlamasıyla birlikte belirgin bir uzama eğilimi göstererek dalgalanma öncesinde ki düzeyine ulaşmıştır. 2004 yılı ikinci yarısından itibaren düşme eğilimi gösteren nominal ve reel faizler ise 2006 yılı Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmanın ardından yükselmiş ve bu seviyelerde kalıcı olmuştur(TCMB,Yıllık Rapor, 2006).

Faiz oranlarında ki dalgalanmalar ve değişmeler 2005-2006 piyasa yapıcılığı dönemi için, Hazine tarafından hazırlanan piyasa yapıcılığı sözleşmesine de yansımış, özellikle DİBS'lerin ihraç vadelerinde ciddi değişiklikler yapılmasına neden olmuştur. Bu değişiklikleri şöyle özetleyebiliriz:

- a) 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde, 2004-2005 dönemi piyasa yapıcılığı sistemiyle aynı olan piyasa yapıcı bankalar, 2006-2007 piyasa yapıcılığı döneminde, Türk Dış Ticaret Bankası'nın Fortis Bank'a devrolmasıyla, Türk Dış Ticaret Bankası'nın piyasa yapıcı bankalardan çıkarılması ve Fortis Bank'ın piyasa yapıcı bankalara eklenmesiyle, yine 12 adet piyasa yapıcı bankayla yoluna devam etmiştir.
- b) 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına kadar geçen süreçte, piyasa yapıcıların ihraç etmekle yükümlü oldukları DİBS'lerin miktarı belirlenirken, ihraç edilen senetlerin vadesiyle ilgili herhangi bir katsayı uygulaması mevcut değildi. 2006-2007 piyasa yapıcılığı sözleşmesine göre ise, piyasa yapıcıların ihraç ettikleri DİBS'lerin vadesi, getirilen katsayı uygulamasıyla, piyasa yapıcıların yerine getirmeleri gereken ihraç yükümlülüğü açısından önemli hale getirildi. 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi için oluşturulan yeni düzenlemeye göre, piyasa yapıcıların yükümlülükleri hesaplanırken, ihraç edilen DİBS'lerden, ihraç vadesi 0 ila 3 yıl arasında olanlar 1 katsayısıyla çarpılarak, ihraç vadesi 3 yılın üzerinde olan DİBS ise 1,3 katsayısıyla çarpılarak hesaplamaya dahil edilir.

Hazine'nin yeni dönem için uygulamaya başladığı bu hesaplama yönteminin amacının, piyasa yapıcıların uzun vadeli DİBS'ine olan ilgisi arttırmak, uzun vadeli senetlerin

gelecek faiz oranları üzerindeki etkisini göz önünde bulundurarak, faiz oranlarının tahmin edilebilir hale gelmesini sağlamak ve sürdürülebilir bir borçlanma stratejisiyle uzun vadeli gelir garantisi yaratmak olduğu söylenebilir. Bunun temel nedeninin ise 2006 yılında faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar sonucu Hazine'nin faiz oranları üzerinde etkili bir politika geliştirmek istemesi olduğu sonucuna varılabilir.

- c) 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde, piyasa yapıcılarının yükümlüklerine ilişkin bir diğer değişiklik ise piyasa yapıcılarının ikincil piyasaya ilişkin kotasyon yükümlülükleriyle ilgili yapılmıştır. Sisteme yeni eklenen bu değişiklik şöyledir: Piyasa yapıcının ikincil piyasada kotasyon vermesine ilişkin ihlaller hesaplanırken; ilgili ayda tüm piyasa yapıcılarca gerçekleştirilen toplam ihlallerin sayısı ve süre ihlali bazında ayrı ayrı ortalaması alınır. Piyasa yapıcının gerçekleştirdiği sayı ve süre ihlallerinin her ikisinin de aylık ortalamaların üzerinde kalması durumunda piyasa yapıcı ihlal yapmış sayılır.
- d) Hazine'nin yükümlülüklerine ilişkin 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan ve piyasa yapıcı olmayan yatırımcılara TRT140606F16 ISIN kodlu takas senedine mahsus olmak üzere değiştirme ve geri alım ihalelerine katılabilme hakkı tanıyan madde, 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamıştır. Böylelikle tüm DİBS'lere ilişkin geri alım ve değiştirme ihalelerine katılım hakkı sadece piyasa yapıcı bankalara tanınmıştır.
- e) 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, Hazine'nin rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanmasıyla yapılan satış tutarını, kamuoyuna açıklama saatinin en geç 11:30 olduğu belirtilmiş, ancak bu saat 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde 11:00 olarak değiştirilmiştir.
- f) 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının kotasyon vermekle yükümlü olduğu ölçüt ihraçlar için, ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmi değerlerinin Hazine tarafından belirleneceğine ilişkin madde 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde daha detaylı bir hale getirilerek, 'Müsteşarlık, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmini dikkate alarak 6 ölçüt ihraç belirler ve ilan eder.

Piyasa yapıcı, Müsteşarlıkça ölçüt ihraç olarak belirlenen 6 senetten kendisinin belirleyeceği 4 ölçüt ihraca asgari 3 ay süre için kotasyon vermekle yükümlüdür. Piyasa yapıcı, en az 1 hafta önce Müsteşarlığa bildirmek kaydıyla bir sonraki 3 aylık dönemde ölçüt ihraçlar içerisinde değiştirme yapabilir. Vadesine 182 günden az kalan DİBS ölçüt olmaktan çıkar' şeklini almıştır.

- g) 2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının yükümlüklerini yerine getirmemesi durumunda uygulamaya konulacak olan sözleşmenin askıya alınması ve feshiyle ilgili madde; 'piyasa yapıcı sözleşme ihlali yapması halinde iki defa yazılı olarak uyarılır, üçüncü ihlalde sözleşmesi askıya alınır, aynı durumun tekrarı halinde ise piyasa yapıcının sözleşmesi feshedilir' şeklinde iken, 2006-2007 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yapılan değişiklikle şu şekli almıştır; 'Piyasa Yapıcı mücbir sebepler dışında yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde Müsteşarlık tarafından yazılı olarak uyarılır. Söz konusu durumun tekrarı halinde piyasa yapıcıya ikinci yazılı uyarı yapılır. Yükümlülüklerin üç kez ihlal edilmesi durumunda, piyasa yapıcının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır ve durum kamuoyuna bildirilir. Sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı, askı süresi içinde sözleşmede yer alan yükümlülükleri eksiksiz olarak yerine getirmese sözleşme verilen bu süre sonunda Müsteşarlık tarafından derhal feshedilir ve durum kamuoyuna duyurulur. Sözleşme süresinde, sözleşme bir kez askıya alınabilir. Sözleşmesi daha önce askıya alınmış olan ve askı süresi sonunda sözleşmesi devam eden piyasa yapıcı, yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde yazılı olarak uyarılır. Durumun ilk tekrarında piyasa yapıcının sözleşmesi derhal feshedilir.

### 8.1.2007-2008 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi<sup>55</sup>

2001 yılı itibariyle % 93 civarında seyreden Merkez Bankası gecelik faiz oranları, 2001-2006 yılları boyunca sürekli düşüş eğilimi göstermiş, 2005 yılı sonu itibariyle 14,8, 2006 yılı ortaları itibariyle de 13,30 seviyelerine kadar gerilemiştir. 2006 yılı itibariyle

<sup>55</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2007-2008 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfml3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).



para piyasalarında yaşanan dalgalanmalar, Merkez Bankasını bu konuda tedbir almaya itmiş ve Merkez Bankası Para Kurulu tarafından gecelik faiz oranları 17,5 seviyesine kadar yükseltilmiştir. 2007 yılına gelindiğinde ise, Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, Haziran 2007 tarihi itibarıyla faiz oranlarının sabit kalması yönünde bir karar almıştır. Bu karara göre Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı % 17,50, borç verme faiz oranı % 22,50, piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkanı faiz oranı ise % 21,50 olarak sabitlenmiştir.

Tüm bu gelişmelere rağmen Hazine 2007-2008 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde bir önceki döneme göre çok fazla değişiklik yapma ihtiyacı duymamış, sadece iki madde üzerinde değişikliğe gitmiştir. Hazine'nin değişiklik yaptığı iki madde şöyledir:

- a) Piyasa yapıcılara tanınan Merkez Bankası ile konsinye işlem yapma hakkı yani, daha önceden ihracı gerçekleşmiş DİBS'lerin ikincil piyasada Merkez Bankası tarafından Hazine namına, alınıp satılması ayrıcalığı kaldırılmıştır.
- b) İlk defa 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde uygulanmaya başlanan, DİBS'lerin ihraç vadelerine göre belirlenen ağırlıklandırılmış yükümlülük hesabıyla ilgili, 2007-2008 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde bir takım değişiklikler yapılmıştır. Yeni düzenlemeye göre, ihraç vadesi 0 ila 3 yıl arasında olan DİBS ağırlıklandırılmış katsayısı 1, ihraç vadesi 3 ila 5 yıl arasından değişen DİBS ağırlıklandırılmış katsayısı 1,3, ihraç vadesi 5 yılın üzerinde olan DİBS ağırlıklandırılmış katsayısı ise 1,5 olarak belirlenmiştir.

### 9.1.2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi<sup>56</sup>

ABD'de patlak veren küresel krizin ekonominin geneline yayılması ile birlikte, ülkelerin merkez bankaları para politikalarında ciddi değişimlere gitmişlerdir. Gelişmiş ülkeler, 2001 yılından sonra belli bir düzeyde - neredeyse sabit tuttukları- para politikası faiz oranlarından özellikle 2008

<sup>56</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfml3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

yılının son çeyreğinde vazgeçmişlerdir. ABD’de 2007 yılının başında % 5,25 oranlarında seyreden para politikası faiz oranları, 2008 yılının sonunda % 1 seviyelerine kadar inmiştir. 2009 yılının ilk aylarında Amerika Merkez Bankası’nın (FED) yaptığı müdahalelerle faizler % 0,2’ye kadar inmiştir. Aynı şekilde İngiltere, Avro bölgesi ve Japonya da politika faiz oranlarını indirmişlerdir. Benzer şekilde, başlangıçta döviz kurlarında ki değer kaybı ve finansal istikrar kaygıları nedeniyle temkinli bir tavır sergileyen - içlerinde Türkiye’nin de yer aldığı- birçok gelişmekte olan ülkenin merkez bankaları, enflasyonun endişe kaynağı olmaktan çıkması ile birlikte para politikalarını gevşetme eğilimine girmişlerdir. Buna rağmen, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları gelişmiş ülkelere oranla 2008 yılında daha az oynaklık göstermiştir. 2008 yılı boyunca Brezilya, Güney Afrika ve Macaristan gibi ülkeler faiz oranlarında bir süre indirimde gitseler de daha sonrasında faiz oranlarını korumuşlardır. Türkiye’de ise Merkez Bankası, enflasyonla mücadelede kullandığı en temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını ekonominin gidişatına göre etkinlikle kullanmıştır. Hatırlamak gerekirse 2001 yılının sonunda % 93 düzeyinde bulunan Merkez Bankası gecelik faiz oranları, 2005 yılının sonunda % 14,8’e kadar gerilemişti. Ancak, 2006 yılının beşinci ayı itibariyle % 13,25’e kadar gerileyen Merkez Bankası faiz oranları, iç ve dış koşullardaki ani değişiklikler sonucunda enflasyon hedefindeki sapmalara bağlı olarak hızla arttırılmıştır. Gecelik borç verme faizleri önce % 15’e, ardından da birkaç ay içerisinde % 17,50 bandına kadar yükselmiştir. Merkez Bankası, 2007 yılının 9. Aya kadar faizleri bu düzeyde tutmuş, 2008 yılının Şubat ayı itibariyle faizler % 15,25 seviyelerini görmüştür. Küresel finans piyasalarında ki gelişmeler, Merkez Bankası Para Politikası Kurulu’nu faiz oranlarına müdahale etmeye sürüklemiştir. Para Politikası Kurulu, 2008 yılı boyunca gerekli gördüğü dönemlerde likidite akışının çizdiği grafik doğrultusunda müdahalede bulunmuştur. Mayıs, Haziran ve sonrasında Ekim ayına kadar likidite sıkışıklığı yaşamayan ve enflasyonist baskı altında ezilmeyen Merkez Bankası faiz oranlarını % 16,75’e kadar yükseltmiştir.(MÜSİAD, Yıllık Ekonomik Rapor, 2009).

Dünyada yaşanan önemli gelişmeler ve Türk para piyasaları faiz oranlarında yaşanan ani düşüşün ardından gelen yükseliş eğilimi, Hazine Müsteşarlığını piyasa yapıcılığı konusunda yenilikler ve mevcut sisteme yönelik değişiklikler yapmaya yöneltmiş ve Hazine hazırladığı 2008-2009 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde önceki dönemden farklı bir çok maddeye yer vermiştir. Bu maddeleri şöyle sıralayabiliriz:

- a) 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, sisteme piyasa yapımcılar dışında bireysel ve küçük ölçekli yatırımcılara da birincil piyasada işlem yapma hakkı tanıyan perakende satış maddesi eklenmiştir. Bu madde sözleşmede 'Perakende Satış: Doğrudan Hazine Müsteşarlığı ve/ veya Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen aracı/aracılar vasıtasıyla bireysel yatırımcılar ile diğer küçük ölçekli yatırımcılara ikincil piyasada işlem görmeyen DİBS'lerin satışını ifade eder' şeklinde yer almıştır.
- b) 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ki bir diğer değişiklikte perakende satış işleminin piyasa yapıcılığı sözleşmesine eklenmesine paralel olarak, perakende satış işlemlerinin Müsteşarlık tarafından piyasa yapıcılığı sözleşmesi dışında yürütülebileceğini belirten maddedir.
- c) 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının maruz kaldığı teknik arızaların bildirim süresine ilişkin yapılan değişiklikle, piyasa yapıcının detayları ile birlikte maruz kaldığı teknik arızayı, teknik arızanın olduğu günü takip eden 5 iş günü içerisinde İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğüne ve Müsteşarlığa bildirme yükümlüğü, piyasa yapıcıya tanınan ilgili sürenin 3 iş gününe indirilmesi şeklinde güncellenmiştir.
- d) Daha önceki piyasa yapıcılığı sözleşmelerinde söz konusu olmayan referans ihalelerle ilgili ihraç miktarına, 2008-2009 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde sınırlama getirilmiştir. Yeni sözleşmeye uyarınca referans ihalede tek bir katılımcıya satılacak devlet iç borçlanma senedi tutarı, ihale için belirlenen satış miktarının % 25 'ni aşamaz.
- e) 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde sözleşmeye eklenen bir diğer yenilik, Müsteşarlık tarafından belirlenen ölçüt ihraçlarda, gerekli görüldüğü takdirde Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'nda gündeme getirilerek değişiklik yapılabileceğidir.

- f) 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde yapılan son değişiklik ise sözleşmenin askıya alınması ve feshine yönelik olarak yapılmıştır. Yeni düzenlemeye göre piyasa yapıcılığı sözleşmesinin askıya alınması ve feshine dair madde şöyledir: Piyasa yapıcı, mücbir sebepler dışında yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde müsteşarlık tarafından yazılı olarak uyarılır. Ancak piyasa yapıcıların ikincil piyasada gerçekleştirdikleri kotasyon ihlallerinin ilgili ayda sayı bakımından en fazla 2 ve süre bakımından en fazla 1 dakika olması durumunda piyasa yapıcıya yazılı uyarı yapılmaz. Bununla birlikte, piyasa yapıcının Müsteşarlık istediği takdirde vermekle yükümlü olduğu bilgilerde bir gecikme söz konusu olursa, Müsteşarlığa bildirilen piyasa yapıcı temsilcileri, söz konusu gecikmeyle ilgili elektronik posta yoluyla uyarılır. İstenilen bilgilerin belirlenen süre içerisinde gönderilmemesi nedeniyle 2 defa elektronik posta yoluyla bilgilendirilen piyasa yapıcı, üçüncü defa gecikme yaşanması durumunda yazılı olarak uyarılır. Yükümlülüklerin ihlali nedeniyle 5 defa uyarı yapılan piyasa yapıcının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır. Sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı ,askı süresi içinde sözleşmede yer alan yükümlülükleri eksiksiz olarak yerine getirmekle mükelleftir. Anılan sürede, söz konusu yükümlülüklerin, teknik nedenler dışında herhangi bir şekilde ihlal edilmesi durumunda sözleşme Müsteşarlık tarafından feshedilir.

### 10.1.2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi<sup>57</sup>

2008 yılı eylül ayı itibarıyla patlak veren ve 2009 yılında devam eden küresel ekonomik kriz özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerin büyüme performansı, gelişmekte olan ülkelerin çok altında bir seviyede kalmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin büyüme performansının, gelişmekte olan ülkelerin çok üzerinde bir seyir izlemesi, bu ülkelere olan sermaye girişini arttırmıştır. Bunun temel nedeni, gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansına bağlı olarak yüksek seyreden faiz oranlarıdır.

<sup>57</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi* 'nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfnl3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).



Bu iktisadi gelişmelerin paralelinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 14 Nisan 2010 tarihinde, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini de dikkate alarak, kriz sırasında başvurulmuş likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Böylece Merkez Bankası, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş, bu çerçevede, piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken, zorunlu karşılık oranlarını arttırmıştır(TCMB, Yıllık Rapor, 2010).

Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacı ile çelişmemek ve kuruluş kanunu ile tanımlanan finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak görevi doğrultusunda, temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle birlikte, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi negatif alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimi uygulamaya başlamıştır. Döviz alım ihalelerinin esnek bir yapıya kavuşturulması, Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasına son verilmesi, likidite yönetiminin operasyonel yapısının değiştirilmesi ve küresel ölçekte parasal genişlemeden kaynaklanan sermaye girişlerini daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirmek amacıyla Kasım ve Aralık aylarında alınan bir dizi yeni tedbiri içeren politika bileşimi, para politikasının etkinliğini arttırmayı ve makro finansal sınırlamayı hedeflemektedir(TCMB, Yıllık Rapor, 2010).

2008 yılında başlayıp, 2009 yılında devam eden küresel krizin ardından Türkiye ekonomisi 2010 yılı ilk dokuz ayı itibariyle bünyesinde 33 önemli ülkeyi barındıran OECD ülkeleri arasından en hızlı büyüyen ülke olmuştur. Şüphesiz bu büyüme üzerinde Merkez Bankası tarafından kriz sonrası döneme ilişkin yapılan değişikliklerinde çok büyük etkisi vardır.

Merkez Bankası'nın uyguladığı kriz sonrası döneme ait değişikliklere rağmen, Hazine 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde değişikliğe gitmemiş sadece 2008-2009 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcılara tanınan haklarla ilgili bir madde

sözleşmeden çıkarmıştır. Bu madde: ‘Piyasa yapıcı, rekabetçi olmayan teklif ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın % 5’ine kadar olan miktarda ilave ihale DİBS’lerini ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında; elinde bulundurduğu, ihalede satılan DİBS’ten daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenen DİBS’leri Müsteşarlığa değişim amacıyla iade edebilir’ şeklindedir. Yapılan bu değişiklikle piyasa yapıcılarının ellerinde bulundukları DİBS’leri Hazine’ye iade ve değişim hakları iptal edilmiştir.

### 11.1.2010-2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi<sup>58</sup>

2008 krizinin ardından Merkez Bankası 10 Aralık 2009 tarihli ‘2010 Yılında Para ve Kur Politikası’ konulu duyurusunda 23 Aralık 2009’dan itibaren ikincil piyasadan devlet iç borçlanma senedi alacağını duyurmuştur. Duyuru metni şöyledir: Merkez Bankası’nın araç çeşitliliği ve esnekliği, son yıllardaki likidite yönetiminin etkinliğinde ve dış piyasalarda gözlemlenen dalgalanmalara rağmen, para piyasalarında istikrarın korunmasında belirleyici olmuştur. Merkez Bankası, bünyesindeki Bankalar arası Para Politikası’ndaki TL depo borçlanma işlemlerini teminatsız gerçekleştirirken, İMKB’deki ters repo işlemlerini portföyündeki DİBS’ler karşılığında gerçekleştirmektedir. Merkez Bankası’nın İMKB’de gerçekleştirdiği işlemlerin genelde 5-6 milyar TL’yi aşmadığı, ancak nadiren de olsa bu tutarın 10 milyar TL’ye yükselebildiği gözlenmektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası’nın her türlü likidite durumu olasılığını dikkate alarak, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı’ndaki faiz oranlarını kontrol edebilmesi, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri portföyünde DİBS bulundurması gerekmektedir.’

Ayrıca Merkez Bankası yayınlamış olduğu 2010 yılı para ve kur politikası raporunda, DİBS alım nedenlerini uyguladığı para politikasına bağlamış ve satın alınacak

<sup>58</sup>Bu bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sözleşmesine ilişkin tüm veriler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *2010-2013 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi*’nden yararlanılarak aktarılmıştır. <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Sfml3kAeGzn6ref8UNeCFQ==&H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

DİBS'lerin amacının Hazine'nin borç finansmanını sağlamak olmadığını açık bir şekilde belirtmiştir. Dönemin Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz da yaptığı açıklamada aynı noktanın altını çizmiştir. Merkez Bankası kriz sonrası dönemde, kriz tecrübelerinde de yararlanarak piyasaların işleyişini kontrol altında tutmak amacıyla bir takım önlemler almak istemiştir. Bu önlemlerin DİBS'lerle ilgili olan ayağı, Merkez Bankası'nın 2010 yılı itibarıyla 8 milyar TL DİBS almaya karar vermesiyle sonuçlanmıştır.

Öte yandan Hazine'de DİBS'lerin alım-satım işlemlerinin gerçekleştiği birincil ve ikincil piyasaların işleyişiyle ve dolayısıyla piyasa yapıcılığı sistemiyle ilgili ciddi değişikliklere imza atmıştır. Hazine'nin yaptığı değişikliklerde kuşkusuz Sayıştay tarafından 2008 yılında yayınlanan '2008 Yılı Hazine İşlemleri Raporu' nun büyük bir etkisi vardır.

Hazine yapmış olduğu değişikliklere, öncelikle, Sayıştay'ın raporunda ilk sırada eleştirdiği piyasa yapıcıların seçilmesine ilişkin, piyasa yapıcılığı sözleşmesinde Hazine'nin yayınlamakla yükümlü olduğu 'piyasa yapıcısı seçilme kriterleri'ni yayınlamakla başlamıştır. 2010 yılı itibarıyla her yıl Hazine tarafından sözleşme tarihinden önce kamuoyuna duyurulan piyasa yapıcılığı yeterlilik kriterlerinin 2013 yılı piyasa yapıcılığı sözleşmesinden önce 11 Aralık 2012 tarihinde yayınlanan en son halindeki maddeler şöyledir:

- a) Piyasa yapıcısı seçilebilmek için aday olan bankanın bağımsız denetimden geçmiş ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna sunulmuş olan en son mali tabloları itibarıyla;
  - Sermaye yeterliliği oranının % 12'nin altında olması
  - Bankaların likidite yeterliliğinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin yönetmelik uyarınca hesaplanan ikinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranının % 100'den az olmaması
- b) Son 12 aylık dönemde,

- Birincil piyasadaki DİBS ihraçlarından yapılan alım tutarının 0,8 milyar TL'nin altında olmaması,
- İMKB(İstanbul Borsası) borçlanma araçları piyasasındaki kesin alım satım işlemleri ile İMKB'ye tescil ettirilen işlemlere ilişkin tutarın 4 milyar TL'nin altında olmaması, gerekmektedir.

2010 yılında Hazine tarafından hazırlanan ve halen geçerliliğini koruyan piyasa yapıcılığı sözleşmesinin ilk dönem uygulaması, sözleşmeye eklenen bir maddeyle 16 ay geçerli kılınmış, böylelikle Sözleşmenin 2011 Aralık ayına kadar devam etmesi sağlanarak, yeni dönem sözleşmesinin 2011 Ocak-2011 Aralık dönemini içine alacak şekilde imzalanması planlanmıştır.

Hazine tarafından 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesine getirilen yenilikler ve yapılan değişiklikler kısaca şöyledir:

- a) 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcıya sağlanan piyasa yapıcının verebileceği rekabetçi olmayan teklif tutarının hesaplanmasında dikkate alınmayan 'Bankalar dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarına ihale sistemine göre oluşan veya ortalama fiyattan yapılacak satışlar' 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ilgili tutarın hesaplanmasında, hesaplama dahil edilmiştir.
- b) 2009-2010 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının almakla yükümlü olduğu DİBS'lerin net tutarı 3 aylık dönem için % 5 olarak açıklanmış iken 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde bu tutara ilişkin yeni bir düzenleme getirilmiştir. Bu yeni düzenlemeye göre:

- Piyasa yapıcı her 3 aylık dönem için asgari olarak Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0.6 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı almakla yükümlüdür.
- Piyasa yapıcı aylık asgari olarak Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net

tutarının 0.36 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı birincil piyasadan almakla yükümlüdür.

- Piyasa yapıcıların alım yükümlülüklerinin hesaplanmasında kullanılan DİBS'lerin vadesine ilişkin yeni katsayılar; 0-3 yıl aralığı için 1 puan, 3-5 yıl aralığı için 1,2 puan, 5-10 yıl aralığı için 1,4 puan ve 10 yıl ve üzeri için 1,6 puan olarak belirlenmiştir.

c) Yeni eklenen bir maddeyle piyasa yapıcıların birincil piyasaya ilişkin işlemlerine sınırlama getirilmiş ve piyasa yapıcının, birincil piyasada ki işlemlerinde rekabeti bozacak şekilde, diğer piyasa yapıcılar veya katılımcılarla anlaşma yapamayacağı veya ortak olamayacağı belirtilmiştir.

d) Müsteşarlığın yükümlülüklerine ilişkin yeni eklenen bir maddeyle, Müsteşarlık 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi itibarıyla; bütçe gelişmeleri, finansman programı, borçlanma stratejisi ve ekonomi ile ilgili hususlarda Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'nu bilgilendirmekle yükümlü tutulmuştur.

e) Ölçüt ihraçların belirlenmesine ilişkin maddede de değişiklik yapılmış ve yeni madde 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde aşağıdaki haliyle yer almıştır:

- Müsteşarlık, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmini dikkate alarak dokuz ölçüt ihraç belirler ve ilan eder.
- Piyasa yapıcı, Müsteşarlıkça ölçüt ihraç olarak belirlenen dokuz senetten, dördü sabit faizli, biri değişken faizli ve biri TÜFE'ye endeksli olmak üzere altı ölçüt ihraç belirler.
- Piyasa yapıcı, en az 1 hafta önce Müsteşarlığa bildirmek kaydıyla bir sonraki 3 aylık dönemde ölçüt ihraçlar içerisinde değiştirme yapabilir.

f) 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'yla ilgili bir takım değişiklikler yapılmış, ayrıca 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almayan bir takım yeni maddeler sözleşmeye eklenmiştir. Bu maddeleri şöyle sıralayabiliriz:

- Sözleşmeye yeni eklenen bir maddeye göre Müsteşarlık ayda en az bir defa piyasa yapımcılar ile toplantı düzenler ve söz konusu toplantıya konuya göre ilgili diğer kamu kurumu temsilcilerini çağırır.
  - Sözleşmeye yeni eklenen bir maddeye göre Müsteşarlık Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'nun gündem ve tarihini belirler ve Piyasa Yapıcı Danışma Kurulu katılımcılarına duyurur.
  - Sözleşmeye yeni eklenen bir maddeye göre Müsteşarlığın talebi üzerine, Piyasa Yapıcılar güncel ekonomik konulara ilişkin Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulunu bilgilendirir.
- g) 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan, Müsteşarlığın, piyasa yapımcıların vermekle yükümlü oldukları kotasyon miktarını bir süreliğine kaldırabileceğine veya azami kotasyon açıklıklarını arttırabileceğine ilişkin madde 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamıştır
- h) 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesine, piyasa yapımcıların yükümlülük ihlalleri durumunda sözleşmelerinin askıya alınması veya feshedilmesine ilişkin yeni bir takım maddeler eklenmiştir. Bunları şöyle sıralayabiliriz:
- Yükümlülüklerin ihlali nedeniyle 5 defa yazılı uyarı yapılan piyasa yapıcının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır. Sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı, askı süresi içinde sözleşmede yer alan yükümlükleri eksiksiz olarak yerine getirmekle mükelleftir. Anılan sürede, söz konusu yükümlülüklerin, teknik nedenler dışında herhangi bir şekilde ihlal edilmesi durumunda sözleşme müsteşarlık tarafından feshedilir. Söz konusu uyarı sayısı bir takvim yılı için geçerli olur piyasa yapıcılığına Nisan ayında katılan bankalar için 4, Temmuz ayında katılan bankalar için 3 ve Ekim ayında katılanlar için 2 olarak uygulanır.
  - 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesine yeni eklenen 'Piyasa yapıcı, birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde, diğer piyasa yapımcılar veya katılımcılarla anlaşamaz ve ortak hareket edemez' maddesinin

piyasa yapıcı tarafından ihlalinin tespiti halinde piyasa yapıcının sözleşmesi derhal feshedilir.

- 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının sistemden ayrılmak istemesi durumunda Müsteşarlığa yazılı olarak başvurmasına ilişkin süre sözleşme feshinden, en az 15 gün önce iken, yeni düzenlemeyle bu süre sözleşme feshinden en az 3 ay önce olarak belirlenmiştir.
- 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesine yeni eklenen bir maddeyle, sözleşmesi feshedilen piyasa yapıcı kurum bir yıl süreyle piyasa yapıcı olmaktan men edilmiştir.

g) Piyasa yapıcılığı sisteminin yenilenmesine ilişkin ilk defa 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan bir maddeye göre; piyasa yapıcı yeni dönem için belirlenen kriterleri sağlaması ve taraflardan birinin sözleşme süresinin bitiminden en az bir ay önce yazılı olarak bildirimde bulunmaması koşuluyla sözleşme yenilenmiş olur.

h) 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan bir maddeyle:

- Getirisi herhangi bir kamu varlığının ve/veya kamu kuruluşunun gelirleri ile ilişkilendirilmiş olarak ihraç edilecek senetler,
- Perakende satış işlemleri,
- Bankalar dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarına ihale sistemine göre, ihalede oluşan veya ortalama fiyattan yapılacak satışlar

sözleşme dışında tutulmuştur.

Ayrıca 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi sözleşmesine konulan geçici bir maddeyle, sözleşme geçerlilik tarihinin 1 Eylül 2010 ila 31 Aralık 2011 olmak üzere 16 aylık bir zaman dilimini kapsadığı belirtilmiş, böylelikle daha önceki dönemlerde 1 Eylül-31 Ağustos tarihleri arasında geçerli kılınan piyasa yapıcılığı sözleşmesinin bir sonraki dönemde 1 Ocakta başlayıp 31 Aralıkta bitmesi planlanmıştır.

Hazine 2010-2011 dönemi için hazırladığı sözleşmede, herhangi bir değişiklik yapmadan 2012 ve 2013 dönemlerinde de kullanmaya devam etmiştir. Şu an içinde bulunduğumuz 2013 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında, halen, 2010-2011 dönemi için hazırlanmış olan piyasa yapıcılığı sözleşmesi geçerlidir. Hazine'nin son üç dönemdir piyasa yapıcılığı sistemi sözleşmesinde herhangi bir değişiklik yapmamış olması, sistemin ilk uygulanmaya başlandığı 2000 yılından günümüze kadar, Türkiye piyasalarıyla ilgili evrimini tamamlaması ve zaman içerisinde borç yöneticilerinin edindiği tecrübelerle hazırlanan son sözleşmenin şu anki Türkiye piyasaları için yeterli olgunluğa sahip olmasıyla yakından ilgilidir.

Yukarıda da belirtildiği gibi Hazine sözleşmeyle ilgili son 3 yılda değişiklik yapmamıştır. Ancak 2012 yılı öncesinde sadece piyasa yapıcı kurumlara açık olan devlet iç borçlanma senetlerine ilişkin ihaleler yapılan yeni düzenlemeyle gerçek ve tüzel kişilere de açılmıştır. Böylelikle Türk piyasa yapıcıların birincil piyasaya ilişkin sahip oldukları en önemli ayrıcalık olan DİBS ihalelerine katılım tekelciliği ortadan kaldırılmıştır.



## Üçüncü Bölüm

### Türk Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Değerlendirilmesi

#### 1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin İşleyişine İlişkin Değerlendirmeler

Türkiye’de DİBS’lere ilişkin tarihi bir inceleme yapıldığında, senet yoluyla borçlanmanın tarihinin 1935 yılına dayandığı görülür. DİBS’lerin ihale yoluyla ihracı ise ilk olarak 1985 yılında gerçekleştirilmiştir.

Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanı açısından büyük önem taşıyan DİBS’lerin nihai yatırımcılarıyla buluşturulmasına ilişkin en temel yapısal değişiklik, 1999 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının ardından piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmaya başlanmasıyla yapılmıştır.

Sistemin ilk uygulanmaya başlandığı 2000 yılından sonra, özellikle yaşanan krizlerin ardından, sistemin uygulanmasına ilişkin birçok değişiklik yapılmış, sistem zaman içerisinde olgunlaşmış, ancak yine de sistemin işleyişine ilişkin bir takım eksiklikler giderilememiştir.

#### 1.1.Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Yapısal Analizi

Kamu borçlanmasının, senet ihraçlarına ilişkin ayağında 2000 yılından bu yana uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemi, Hazine tarafından belirlenen kriterler çerçevesinde yine Hazine tarafından seçilen piyasa yapıcı bankalar aracılığıyla, DİBS birincil ve ikincil piyasasına ilişkin işlemler bütünüdür. Sistem uygulanmaya başlandığı tarihten itibaren, yapısal açıdan, ülke ekonomisine paralel çeşitli ilerlemeler gösterse de hala eksik tarafları bulunmaktadır. Bu eksiklikleri ve duruma uygun çözüm önerilerini şöyle sıralayabiliriz:

- a) 9 Mart 2002 tarihli, 24721 sayılı, ‘Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’ ve her yıl Hazine Müsteşarlığı tarafından yenilenen piyasa yapıcılığı sözleşmesi dışında,

piyasa yapıcılığı sisteminin işleyişine ilişkin her hangi bir mevzuat bulunmamaktadır. İhale yöntemiyle piyasa yapıcılara veya diğer katılımcılara ihraç edilen senetlerin ve ödenen-kazanılan faiz oranlarının büyüklüğü göz önüne alındığında, piyasa yapıcılığı sisteminin daha net hatlara sahip olması ve hem borçlanma süreci hem de sonrasında katılımcıları sistemin işleyişinin her aşaması konusunda bilgilendiren ve Türk eğitim sistemi gibi her yıl değiştirilmeyen bir yasal düzenlemeye sahip olması gerekir.

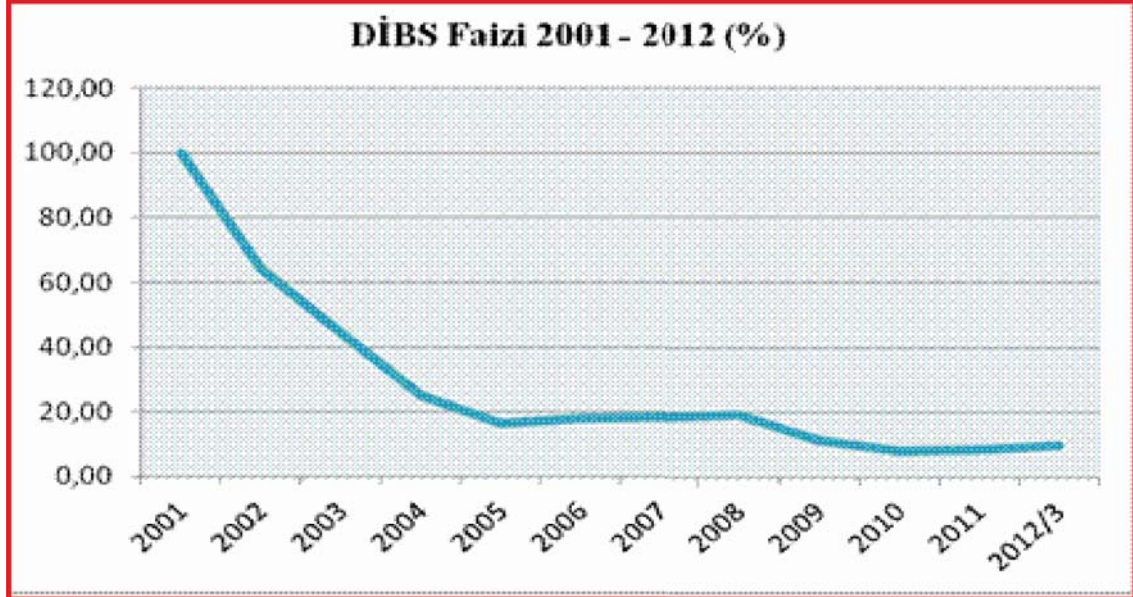
- b) Hazine tarafından gerekli görüldüğü taktirde toplanan ve piyasa yapıcıların temsilcileri ile, Hazine Müsteşarlığı'nın temsilcilerinin katılımıyla oluşturulan 'Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu' , sistemin denetiminden sorumlu Hazine'nin bir alt kurumu olarak kalıcı hale getirilmeli ve kurumun kendine ait bir internet sayfası olmalıdır. Kurumun temel görevi DİBS'lerin bilhassa ikincil piyasasına yani yatırımcıyla buluştuğu piyasaya ilişkin bilgilerini, ikincil piyasada senet ihraç eden piyasa yapıcı bankaların bilgileri ayrı ayrı yer almak üzere yayınlamak olmalıdır. Böylelikle hem DİBS'lere yatırım yapmak isteyen yatırımcılar ikincil piyasaya ilişkin tüm bilgilere Hazine aracılığıyla ulaşmış olacak hem de tüm piyasa yapıcıların bilgilerinin bir arada yayınlanması, piyasa yapıcılar arasındaki rekabeti arttıracaktır. Rekabetin artması sonucu alım-satım kotasyonları arasındaki açıklık daralacak ve ikincil piyasanın likiditesi artacaktır. Ayrıca piyasa yapıcılığı sisteminin ve piyasa yapıcıların faaliyetlerine ilişkin verilerin tamamının tek bir çatı altında toplanması sistemin şeffaflığı açısından büyük bir adım atılması demektir.
- c) Piyasa yapıcılığı sisteminin temelini oluşturan piyasa yapıcı seçilme kriterleri sistemin ilk uygulanmaya başlandığı 2000 yılı itibarıyla bir defaya mahsus olarak yayınlanmış, sonraki dönemlerde 2008 yılına kadar bir daha bu konuyla ilgili bir gündem oluşturulmamıştır. Sayıştay'ın 2008 yılında yayınladığı 'Hazine İşlemleri Raporu'nda bu konuyla ilgili yer alan eleştiriler Hazine'yi sonraki dönemlerde, her sözleşmenin başında piyasa yapıcı seçilme kriterlerini yayınlamaya itmiştir. Ancak

hem piyasa yapıcılığı sözleşmesini yenilemek isteyen hem de piyasa yapıcı olmak için ilk defa başvuru yapacak olan bankalar için bu durum sıkıntı yaratabilir. Şöyle ki; özellikle ilk defa piyasa yapıcı olmak isteyen banka, sistemin uygulanabilmesi için gerekli olan alt yapı çalışmalarını yapmadan önce Hazine tarafından yayınlanacak piyasa yapıcılığı seçilme kriterlerini beklemek zorundadır. O yüzden Hazine tarafından yayınlanan piyasa yapıcı seçilme kriterleri her yıl değiştirilmek yerine, bir önceki döneme ait veriler göz önüne alınarak bir güncelleme endeksi oluşturulmalı ve piyasa yapımcılar bu endekse ilişkin rakamlar dikkate alınarak seçilmelidir.

### 1.1. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Faiz Oranlarının Analizi

Türkiye’de 1980’li yılların ortalarına doğru başlayan kamu borçlanmasına dayalı büyüme modeli başlangıçta yüzde 5-6’lar düzeyine, 2001 krizine yaklaşırken de yüzde 10 düzeyine yaklaşan bütçe açıklarına neden olmuştu. Bu açıkların finansmanı daha fazla borçlanmayla o da daha yüksek oranlı faiz ödemeye mümkün olabiliyordu. 2001 krizinden sonra alınan bir dizi önlem ve değiştirilen büyüme modeli bütçe açıklarının ve kamu borç yükünün düşmesini sağladı. Kamu kesimi borçlanmasında ve dolayısıyla borç stokundaki düşüş iki etki yarattı: (1) Borçlanmanın maliyeti yani faizler düştü, (2) Özel kesim için borçlanabilme alanı ortaya çıktı. Yani özel kesim daha önce kamu kesimi tarafından dışlandığı borçlanma piyasasına girebilmeye başladı. Kamu kesimi açıklarındaki azalmanın yarattığı ilk etki kamu kesimi borçlanmasındaki azalma olarak ortaya çıkarken hiç kuşkusuz çok daha sağlıklı bir kamu maliyesini mümkün kılmaya başladı. Kamu maliyesindeki düzelmeye enflasyonda da hızlı bir düşüşe yol açtı. Uzun yıllar oldukça yüksek düzeyli enflasyon ortamında yaşamış olan Türk toplumu için bu yeni bir gelişmeydi. 2009 yılında küresel krizin etkisiyle dip yapan enflasyon 2011 yılında ekonomide yaşanan talep yönlü canlanmayla yeniden yukarı yönlü hareketlenmiş görünüyor. Buna karşılık 2012 yılındaki yükselişin nedeni TL’nin değer kaybıyla ilgilidir(Eğilmez,Kendime Yazılar,2012).

Sabit faizli DİBS'lerin, piyasa yapıcılığı sisteminin ikinci defa uygulanmaya başlandığı 2002 yılından itibaren, faiz oranlarında meydana gelen değişmesini gösteren aşağıdaki grafik incelendiğinde, DİBS'lerin faiz oranlarının zaman içerisinde % 100'lerden % 10'lara gerilediği sonucuna varılır.



Şekil 1. DİBS Faiz Oranlarının Zamana Göre Değişimi

□ □ □ □ □ M.Eğilmez, *Kendime Yazılar*. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/05/hazine-faizi.html>.

Hazine kağıtlarında ki faiz oranlarının düşmesinin temel nedeni üzerinde durmak gerekirse, DİBS'lerin finansman sağladığı iç borçlanma verileri üzerinde durmak gerekir. Şöyleki; DİBS'lerin faiz oranlarının % 100 olduğu dönemde kamu borç stoku / GSYH oranı % 80 'lerde seyrederken, kamu borç stoku / GSYH oranının % 20'lere indiği 2011-2012 yıllarında DİBS'lerin faiz oranları da % 10'lara gerilemiştir.<sup>59</sup>

DİBS faiz oranlarında zaman içerisinde yaşanan gerileme kuşkusuz, bu senetlerin birincil piyasadan ihracı aşamasında faiz geliri elde eden piyasa yapıcı bankaların faiz gelirlerinde de, bir gerilemeye neden olmuştur.

<sup>59</sup> M. Eğilmez, (2012). *Kendime Yazılar*. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/05/hazine-faizi.html> (Erişim Tarihi: 01.03.2013)

## □.Piyasa Yapıcılara İlişkin Değerlendirme□

Piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya başladığı dönemde 19 piyasa yapıcı bankayla faaliyet gösteren Türkiye'nin, bugün ki piyasa yapıcı banka sayısı 13'tür. Kamu borç yönetimine ilişkin yasa gereği Türkiye'de piyasa yapıcılığı sisteminin de aracı kurum olarak görev alacak kuruluşlar yalnızca bankalar arasından seçilirler.

Türkiye'de piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmaya başlandığı 2000 yılından itibaren, piyasa yapıcıların ihale alım performansları, piyasa yapıcılığı sistemine geçiş öncesi döneme kıyasla ciddi oranda artmıştır. Özellikle yaşanan krizlerin ardından bankacılık sistemiyle ilgili yapılan yapısal değişiklikler ve sistemin uygulanabilirlik açısından daha esnek bir hale getirilmesi, piyasa yapıcıların ihale alım performanslarını arttırmada etkili olmuştur.

2002-2003 dönemi için hazırlanan piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan ve piyasa yapıcı kurumları belli miktarda devlet iç borçlanma senedi ihraç yükümlülüğüne tabi tutan, madde gereği, 2002 dönemi itibariyle piyasa yapıcıların ihale alım performansları % 70'lerden % 90- 95'lere yükselmiştir.

### □.1.Devlet İç Borçlanma Senetlerinin İcrasına İlişkin Analiz

2012 yılına ait iç borçlanma enstrümanları incelendiğinde, iç borçlanmanın;

- % 65,7'si TL cinsi sabit kuponlu DİBS'lerden
- % 18,8'i TÜFE'ye endekli TL DİBS'lerden
- % 13,0'ı kuponsuz TL DİBS'lerden
- % 1,6'sı kira sertifikalarından
- % 0,9'u değişken faizli TL cinsi DİBS'lerden
- % 0,1'i TL cinsi GES'lerden

oluşmaktadır.

2012 yılında yapılan 38 adet ihale ile iç borçlanmanın % 98,3'ü sağlanırken, borçlanmanın kalan % 1,7'si doğrudan satış yoluyla gerçekleştirilmiştir. Özellikle ülkemize yönelik risk algılamalarındaki iyileşmeye paralel olarak hem yerli hem de yabancı yatırımcıların DİBS'lere ilgisi 2012 yılı içerisinde önemli ölçüde artmıştır. Yapılan ihalelerde ortalama olarak teklifin satış miktarına oranı 2011 yılında kaydedilen 1,9 seviyesinden 2012 yılında yaklaşık 2.4'e yükselmiştir. Yurtdışı yerleşiklerin iç borç stoku içerisindeki payı da aynı dönemde % 17,3 seviyesinden % 23,2 seviyesine yükselmiştir. Bunun yanı sıra, 2011 yılında 44,7 ay olan piyasadan olan iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama vadesi 60,8 aya yükselmiştir. Aynı dönemde TL cinsi sabit faizli iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama maliyeti % 8,7 seviyesinden % 8,8 seviyesine yükselmiştir. 2013 yılı Ocak-Mart döneminde ise piyasadan yapılan iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama maliyeti % 6,4 seviyesinde gerçekleşmiştir(T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu,2013).

Türkiye'de sistemin uygulanmaya başlandığı 2000-2001 dönemi itibarıyla yaşanan ikiz krizler kamu gelirleriyle, kamu harcamaları arasındaki farkın son 13 yılın en büyük rakamını göstermesine neden olmuştur. 2002 yılından itibaren bu fark azalmaya başlamış ve 2006 yılı itibarıyla kapanmıştır.

Ancak 2009 yılında yaşanan küresel krizin etkisiyle artan kamu harcamaları, kamu gelirlerinin çok üstünde bir tutarda gerçekleşmiş ve 2006 yılı itibarıyla kapanan bütçe açığı ortaya çıkmıştır. Son yıllarda toparlanmaya başlayan Türkiye ekonomisinin bütçe açıkları 2009 yılından bu yana düşmeye devam etmektedir.

Türk piyasa yapıcılığı sisteminde, DİBS'lerin birincil piyasada ihracına ve ikincil piyasada yatırımcıyla buluşmasına aracılık etme görevi sadece bankalara verilmiştir. Piyasa yapıcı bankalar DİBS'lerin, aktifleri içerisindeki payını, faiz getirisinin yüksek olması nedeniyle yüksek miktarda tutma talebi içerisinde bulurlar. Ancak DİBS'lerin faiz oranlarında yaşanabilecek artış ve azalışlar, banka aktiflerinin risk primini arttıracaktır. Aktiflerinde yüklü miktarda devlet iç borçlanma senedi bulunduran bankaların aktif yapılarıyla ilgili kırılmalara hazırlıklı olmaları gerekir.

Tablo 5: Piyasa Yapıcı Bankaların Aktif Yapılarındaki DİBS Stokları

	Satılmaya Hazır <sup>60</sup>	Vadeye Kadar Elde Tutulacak <sup>61</sup>	Alım-Satım Amaçlı <sup>62</sup>	Toplam <sup>63</sup>	Toplam Aktifler	DİBS Stoku/Toplam Aktifler
2003	26.561.630	41.996.400	24.997.518	93.555.548	211.544.436	44,2
2004	49.220.998	47.223.289	14.564.383	111.008.670	264.422.491	41,9
2005	59.567.491	18.288.388	12.978.965	90.834.844	252.883.955	35,9
2006	72.991.615	33.410.731	11.704.085	118.106.431	357.636.114	30,2
2007	82.360.646	28.282.238	8.169.323	118.812.207	416.865.987	28,5
2008	75.248.763	115.837.990	3.850.380	194.937.133	628.979.524	30,9
2009	146.069.381	114.969.177	3.734.434	264.772.992	716.327.390	27,0
2010	191.514.232	93.135.022	4.781.072	289.430.326	859.544.397	33,6
2011	182.376.101	88.705.087	6.467.179	277.548.367	1.024.657.710	27,0
2012	201.478.869	67.107.084	5.508.406	274.094.359	1.138.795.600	24,0

**Kaynak:** TBB, Banka ve Sektör Bilgileri, Veri dağıtım Sistemi, <http://www.tbb.org.tr/tr/banka-ve-sektor-bilgileri/veri-sorgulama-sistemi/mali-tablolar/71>.

<sup>60</sup>Satılmaya hazır menkul değerler, bankaların toplam finansal varlıklarından; banka kaynaklı krediler ve alacaklar ile vadeye kadar elde tutulacak ve alım satım amaçlı finansal varlıkların düşülmesiyle elde edilen finansal değerlerdir.

<sup>61</sup>Vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler, vadesine kadar saklama niyetiyle elde tutulan, sabit ve belirlenebilir ödemeleri ile sabit vadesi bulunan finansal varlıklardır.

<sup>62</sup>Alım-satım amaçlı menkul değerler, kısa dönemli piyasa dalgalanmalarından kar sağlama amacıyla elde tutulan finansal varlıklardır.

<sup>63</sup>Toplam; bankaların toplam finansal varlıklarında yer alan; satılmaya hazır, alım-satım amaçlı ve vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıkların toplamını ifade eden bu değer aynı zamanda bankaların toplam finansal varlıklarında yer alan DİBS miktarı toplamını ifade eder.

Piyasa yapıcılığı sisteminin 2000 yılında yaşanan başarısızlığının ardından, yeniden uygulanmaya başlandığı 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminden, günümüz piyasa yapıcılığı sistemine kadar, piyasa yapıcı olarak görev alan; Akbank, Finansbank, İş Bankası, Garanti Bankası, Ziraat Bankası, Vakıfbank, Halk Bankası, HSBC Bank, Yapı ve Kredi Bankası verilerinden yola çıkılarak oluşturulan yukarıdaki tabloda, bankaların 2003-2012 dönemleri arasında aktif yapılarında bulunan devlet iç borçlanma senedi stoklarının düzenli olarak artmasına rağmen, aktif yapıları göz önüne alınarak değerlendirildiğinde, DİBS / Toplam Aktiflerin oranının zaman içerisinde azaldığı görülür. Bunun nedeninin toplam aktifler içerisindeki DİBS oranının artmasının, piyasa yapıcı bankaların, DİBS'lerin piyasa dalgalanmalarına bağlı olarak maruz kalabileceği kayıplar olduğu söylenebilir. Zira; geçmişte yaşanan 1994 ve 2000 krizlerinde aktifleri içerisinde yüksek oranda DİBS bulunduran bankaların aktif yapılarında ciddi hasarlar meydana gelmiş ve aynı durumla tekrar karşı karşıya kalmak istemeyen piyasa yapıcı bankalar, elde edecekleri menkul değer faiz oranlarına rağmen DİBS stoklarını azaltma yolunu seçmişlerdir.

## **1.2.Piyasa Yapıcıların Faiz Gelirlerine İlişkin Analiz**

Piyasa yapıcılar DİBS'lerden elde ettikleri faiz gelirlerini, alım-satım amaçlı, satılmaya hazır ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerlerden elde ederler.

Piyasa yapıcıların aktiflerinde bulunan alım satım amaçlı, satılmaya hazır ve vadeye kadar elde tutulacak değerlerin toplamı, onların DİBS stoklarının miktarını gösterir. Bu değerlerden elde edilen faiz miktarlarının toplamı ise DİBS'lerden elde edilen faiz tutarının toplamına eşittir.



Tablo 6: Piyasa Yapıcı Bankaların DİBS'lerden Elde Ettikleri Faiz Gelirleri(Trilyon TL)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Akbank	2.481.409	3.028.796	3.407.385	4.220.178	4.501.680	4.057.835	4.094.443
Finansbank	394.009	482.182	662.501	570.168	407.450	439.944	572.105
HSBC Bank	23.896	57.525	75.029	157.896	224.120	273.276	289.283
Ziraat Bankası	6.665.000	7.157.000	8.191.171	8.229.579	6.426.913	6.276.401	6.133.358
Garanti Bankası	1.799.117	2.342.324	3.075.798	4.068.812	3.862.712	3.676.493	4.003.400
Halk Bankası	2.848.754	2.811.955	2.775.831	2.451.134	2.019.832	2.033.640	2.268.015
İş Bankası	3.390.823	3.778.894	3.840.229	3.644.342	4.178.647	4.220.638	4.135.462
Vakıfbank	1.461.475	1.616.090	1.750.836	1.749.305	1.621.404	1.542.170	1.807.144
Yapı ve Kredi Bankası	1.655.011	1.574.371	1.251.191	1.453.143	1.622.705	1.780.351	1.378.785
Toplam	24.958.221	24.094.768	24.493.949	26.544.557	25.401.485	23.055.117	20.443.268

□ □ □ □ □ TBB, Banka ve Sektör Bilgileri, Veri dağıtım Sistemi, <http://www.tbb.org.tr/tr/banka-ve-sektor-bilgileri/veri-sorgulama-sistemi/mali-tablolar/71>.

Türkiye’de 2000 yılı itibariyle 4’ü kamu, 25’i özel, 11’i TMSF idaresinde, 21’i yabancı ve 18’i kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 79 banka faaliyet

göstermekteydi. 1 Mayıs 2000 - 30 Nisan 2001 tarihleri arasını kapsayan ilk dönem piyasa yapıcılığı sistemindeki, piyasa yapıcı banka sayısı ise 19'du. Yaşanan ikiz krizlerin ardından piyasa yapıcı bankalardan; İktisat Bankası'nın bankacılık izni kaldırılmış, Kent Bank tasfiye edilmiş, Ulusal Bank; Sümerbank ile birleştirilmiş, Demirbank; HSBC'ye satılmış, Birleşik Türk Körfez Bankası; Osmanlı Bankası ile birleştirilmiş ardından da Osmanlı Bankası ile Garanti Bankası birleştirilmiştir.

İkinci dönem piyasa yapıcılığı sisteminde ise mevcut banka sayısı 54, piyasa yapıcı banka sayısı 10'dur. Yaşanan krizlerin ardından yapısal reform sürecine giren Türk Bankacılık Sistemindeki piyasa yapıcı bankalar, faiz kaybını göze alarak aktiflerinde ki DİBS stokunu azaltmıştır. Şimdi tablo 5'te DİBS Stokları/ Aktif oranları değerlendirilen ve 2003 yılından itibaren sistemde yer alan 9 büyük piyasa yapıcı bankanın DİBS'lerden elde ettikleri faiz oranlarının zaman içerisindeki değişimi tablo 6'da gösterilmiştir.

Piyasa yapıcı bankalardan DİBS ihraçlarının büyük bir bölümünü gerçekleştiren ve 2003 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasından itibaren piyasa yapıcı olarak sistemde yer alan; Akbank, Finansbank, HSBC, İş Bankası, Ziraat Bankası, Halk Bankası, Vakıfbank, Yapı ve Kredi Bankası ve Garanti Bankası verilerinden yararlanılarak oluşturulan Tablo 5 ve Tablo 6 beraber incelendiğinde, piyasa yapıcı bankaların hem aktifleri içerisindeki DİBS oranlarının hem de DİBS'lerden elde ettikleri faiz gelirlerinin düştüğü gözlemlenir. 2006-2012 verileri incelendiğinde ise faiz oranlarındaki düşüş miktarı  $(20.443.268/24.958.221)$  % 19 oranında gerçekleşirken, aktiflerdeki DİBS miktarında ki düşüş sadece % 6 oranında (% 30,9 - % 24) gerçekleşmiştir. Bu farklılığın temel nedeni ise Grafik 1'de gözlemleneceği gibi DİBS faiz oranlarındaki düşüştür.

## 3.1.1. DİBS'in Kaynakları

Piyasa yapıcılığı sistemi, sisteme dair ülke örnekleri ve Türkiye uygulamasını incelediğimiz çalışmamızda, Türk piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması hakkında vardığımız sonuçları şöyle özetleyebiliriz:

- Tüm ülkelere dair uygulamalarda piyasa yapıcılığı sisteminin temel amacı, DİBS'lerin birincil piyasadan ihracının sağlanmak ve böylelikle kamu borçlanmasına finansör tayin etmektir. Bu anlamda Hazine'nin her yıl yayınladığı kamu borç yönetimi raporlarında yer alan, DİBS'lerin birincil piyasada alımlarıyla ilgili veriler dikkat çekicidir. Zira; ihale yoluyla borçlanmanın ilk defa uygulanmaya başlandığı tarih olan 1985 yılından, sistemin uygulanmaya başlandığı 2000 yılına kadar olan süreç göz önüne alındığında, Hazine'nin DİBS'leri ihale yoluyla satış performansı 2000 yılı öncesinde % 70'lerde seyrederken, sistemin uygulanmaya başladığı dönem itibarıyla bu oran 2002-2003 yılları için % 80-85 civarında, 2004-2005 yılları içinse % 90-95 civarında gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda da ihale yoluyla satış değerlerinde bir düşüş görülmemekle beraber, bu oran 2012 yılı itibarıyla % 98,3 oranında gerçekleşmiştir. Buradan yola çıkılarak Türk piyasa yapıcılığı sisteminin ihale yoluyla DİBS'lerin ihracına ilişkin birincil piyasa amacıyla ilgili hedefinde bir sapma olmadığı söylenebilir.
- Tablo 3. incelendiğinde Türkiye'nin 2000 yılı itibarıyla 54,5 milyar TL olan iç borç stokunun 2012 yılı itibarıyla 408,3 milyar TL'ye yükseldiği görülür. Buradan yola çıkılarak iç borçlanmanın miktarındaki artışın, DİBS'lerin borçlanma maliyetlerini de arttırması beklenir. Oysa tablo 6'daki veriler göz önüne alındığında, piyasa yapıcıların DİBS'lerden elde ettikleri faiz gelirlerinde düşüş yaşandığı, Hazine'nin ise sistemin uygulanmasıyla beraber -iç borçlanma miktarının artmasına rağmen- borçlanma maliyetlerini azalttığını sonuçlarına varılır. Bu pozitif zıtlığın gerçekleşmesinde ki en önemli etkenin grafik 1'de görülen faiz

oranlarındaki düşüş ve 2006 yılı itibarıyla uygulanmaya başlanan uzun vadeli borçlanma stratejisi olduğu söylenebilir.

- DİBS'leri aktif yapılarında bulundurmaları oranında gelirlerini arttıran bankalar, 2000-2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminin ardından 5 adet piyasa yapıcı bankanın TMSF'ye devrolması sonucu yaşadıkları tedirginliği, sonraki dönemlerde aktiflerinde yer alan DİBS miktarlarına yansıtmış ve DİBS'lerin dalgalanmaya müsait yapısı gereği karşı karşıya kalabilecekleri riskten kaçınmışlardır. Piyasa yapıcı bankaların aktiflerinde bulunan toplam DİBS miktarlarını yıllar itibarıyla gösteren tablo 5 incelendiğinde, piyasa yapıcıların elde edebilecekleri faiz gelirini göz ardı ederek aktiflerinde ki DİBS miktarını azaltmayı tercih ettikleri görülür. Ama buna rağmen piyasa yapıcıların ihale alım performansları ya da iç borçlanma maliyetleriyle ilgili bir sorun yaşanmamıştır. Bunun en önemli iki nedeni ise düşen faiz oranları ve Türk bankacılık sisteminde yaşanan ikiz krizlerin ardından yapılan yapısal reformların, bankacılık sektörünü daha sağlam bir hale getirmesi sonucu, sektörün önde gelen bankalarından oluşan piyasa yapıcı bankaların, tablo 5'te de görülen toplam aktiflerinin artmasıdır.
- Türkiye'de bir anlamda iç kaynak transferi anlamına gelen iç borçlanma zaman içerisinde dış borçlanmanın yerini almış ve Hazine iç borçlanma senetlerine olan talebi arttırmak adına çeşitli kazanç ve vade imkanlarına sahip borçlanma araçlarının sayısını zaman içerisinde arttırarak DİBS'leri daha cazip hale getirmiştir. Bunun sonucu olarak da iç borçlanma zaman içerisinde daha yüksek miktarlarda ve daha düşük maliyetlerde gerçekleştirilmeye başlanmıştır.

Sistem piyasa yapıcı bankalar açısından ele alındığında, dikkat çekici en önemli nokta ise; bankaların aktiflerindeki DİBS oranlarıyla, DİBS'lerden elde ettikleri faiz gelirleri arasında her zaman doğru bir orantı olmayışıdır. Örneğin 2002 ve 2003 yıllarında en yüksek faiz gelirini elde eden banka Ziraat Bankası olmasına rağmen, en yüksek DİBS stokuna sahip bankalar 2002 yılında Vakıf, 2003 yılında ise Halk Bankası'dır. Bunun

anlamı ise bankaların DİBS faiz gelirlerinin, doğru satış stratejileri, dolayısıyla yetenekli bir satış ekibiyle de ilgili olduğudur.

Türk piyasa yapıcılığı sisteminin işleyişine yönelik önerebilecek yeniliklerden bir tanesi, ülkemizde sadece bankalar tarafından üstlenilebileceği yasalarla belirtilmiş olan, piyasa yapıcı statüsünün diğer mali kuruluşlar tarafından da üstlenilmesine ilişkin düzenlemenin yapılmasıdır. Böylelikle sisteme ilişkin rekabet artacak ve, komisyon ve maliyetler azalacaktır.

Piyasa yapıcılığı sisteminin Türkiye uygulamasına ilişkin yaşanan tüm bu olumlu gelişmelere rağmen sistem yapısal açıdan henüz gelişimini tamamlayamamıştır. Sistemin ilk uygulanmaya başlandığı tarihten itibaren geçen 12 yıllık süre zarfında sistem bir çok değişikliğe uğramış, bir çok yeni uygulama sisteme dahil edilmiş ve ihale alım performansı, düşük maliyetle borçlanma gibi sisteme ait bir çok hedef gerçekleştirilmiş olmasına rağmen, hala sistem için düzenlenmiş geçerli bir mevzuat var olmamaktadır. Piyasa yapıcı bankalar yaptıkları tüm işlemleri her yıl Hazine tarafından yayınlanan piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan maddelere istinaden gerçekleştirmekte ve hem Hazine hem de piyasa yapıcılar için hayati önem taşıyacak niteliğe sahip senetlerin ihracına yeterli ve gerekli özen gösterilmemektedir.

Ayrıca iç borçlanma finansmanı olan, DİBS'lerin, zaman içerisinde iç borç miktarı arttıkça ekonomide ki önemini de artmış, buna rağmen senetlerin ihracına ilişkin sistem olan piyasa yapıcılığı sistemini geliştirmek ve denetlemekle ilgili kalıcı bir kurum hala kurulmamıştır. Sisteme yönelik ARGE çalışmaları yapmak ve piyasa yapıcıları sürekli denetlemek için acilen Hazine ve Merkez Bankasından bağımsız tamamen sisteme yönelik çalışan bir kurum oluşturulmalı, oluşturulan kurumun elemanları sistemin işleyişini denetlemek ve sürekli bilgi akışını sağlamak amacıyla, piyasa yapıcı kurumların bünyesinde de görev almalıdır.

Ayrıca şu an geçerli olan piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan madde gereği gerektiğinde toplanacak olan piyasa yapıcılığı danışma kurulunun görev ve yetkileri açılan kuruma devredilmeli, yine madde gereği danışma kurulunda eleman

bulundurmaya yetkili olan piyasa yapıcıların yeterli sayıda elemanı oluşturulan kurumda görev almalıdır.

Tüm bunların yanı sıra kurulan yeni kurumun internet sayfası bir nevi ‘DİBS borsası’ olarak görev yapacak donanıma sahip olmalı ve senetlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların tüm piyasa yapıcı bankalara ilişkin bilgileri bir arada bulabileceği içerikte ve nitelikte olmalıdır. Böylelikle hem piyasa yapıcı bankaların DİBS’lere ilişkin rekabeti artacak, hem de ikincil piyasaların daha etkin, likit ve derin olması açısından ilerleme kaydedilmiş olacaktır.

## Kaynakça

- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2010). *Finansal tablolar ve mali analiz teknikleri* (13.baskı). Ankara: Gazi Kitabevi
- Akar, S. (2010). Borç yönetimi ofisleri ve Türkiye’de uygulanabilirliği. *Mevzuat Dergisi*, 156(148) 5-9.
- Arnove, M. ve Iden, G. (2003). *Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries’ Experience*, IMF Working Paper.
- Aydın, A.B. (2005). *Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması*. Ankara: T.C.M.B. Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Babuşcu, Ş. (2010). Piyasa yapıcılığı sistemi, Türkiye ve son düzenleme. *Ekonomist Dergisi*, 37.
- Bağcı, H. (2001). *Kamu borç yönetimi ve Türkiye için bir değerlendirme*. Ankara: SPK
- Başaran, A. (2002). *Türkiye’de piyasa yapıcılığı uygulaması; volatiliteye ve likiditeye etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.
- Baykal, S. ve Gürdal, T. (2007). İç borçlanmanın Türkiye ekonomisi üzerine etkileri. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 2(2) 147-173.
- Baykal, S. ve Sinan, O. (2011). *Hisse senedi piyasasında piyasa yapıcılığı sistemi ve yurtdışı uygulamaları*(1. baskı). İstanbul: Hiperlink Yayınevi.
- BDDK. (2006). Finansal piyasalar raporu. Ankara.
- BDDK. (2007). Finansal piyasalar raporu. Ankara.
- BDDK. (2008). Finansal piyasalar raporu. Ankara.
- BDDK. (2009). Finansal piyasalar raporu. Ankara.

BDDK. (2010). Finansal piyasalar raporu. Ankara.

BDDK. (2011). Finansal piyasalar raporu. Ankara.

BDDK. (2012). Finansal piyasalar raporu. Ankara.

Çataloluk, C. (2009). Kamu borçlanması gerçekleşme biçimi ve makroekonomik etkileri. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(21), 240-258

Elmadağ, E. (2005). *DİBS birincil ve ikincil piyasasında birincil aracılık sistemi: Türkiye uygulaması*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi.

Eğilmez, M. Ve Kumcu E. (2011). *Ekonomi politikası-teori ve Türkiye uygulaması*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (2012). *Kendime Yazılar*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Ekzen, N. (2001). *2. 5 yıllık IMF planı üzerine değerlendirmeler*. Ankara, Bilkent Üniversitesi Yayınları.

EuropeanSecuritiesandMarketsAuthority(ESMA). (2012). ConsultationPaper.

Karluk, R. (2009). *Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınevi

Keyder, N. (2001). Türkiye’de 2000-2001 krizleri ve istikrar programları. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 16(183), 37-53

Gürses, U. (18 Ağustos 2003). Piyasa yapıcılığı ve ihale yöntemi, *Radikal*.

I.M.F. (2003). Primarydealers in governmentsecurities: policyissuesandselectedcountries’ experience. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf>



İslamoğlu, M. (2010). *Banka portföyündeki kamu borçlanma senetlerinin ulusal mevzuat ve uluslar arası standartlar çerçevesinde değerlemesi ve mali tablolarında sunumu*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul: Kadir Has Üniversitesi.

Keyder, N. (2001). *Türkiye'de 2000-2001 krizleri ve istikrar programları*.

Kumcu, E. (20 Ağustos 1999). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Kumcu, E. (1 Eylül 1999). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Kumcu, E. (9 Eylül 1999). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Kumcu, E. (16 Eylül 1999). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Kumcu, E. (13 Ekim 1999). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Kumcu, E. (28 Ocak 2000). Piyasa yapıcılığı, *Hürriyet*.

Mutluer, T. (2008). *Teoride ve Türkiye'de kamu iç borç yönetimi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi. Afyon: Afyonkarahisar Üniversitesi.

MÜSİAD (2004). Türkiye ekonomisi yıllık rapor. Ankara.

MÜSİAD (2006). Türkiye ekonomisi yıllık rapor. Ankara.

MÜSİAD (2009). Türkiye ekonomisi yıllık rapor. Ankara.

Othman, A. (2012). *Automated market making theory and practice*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Pittsburgh: Carnegie Mellon Üniversitesi.

Önder, Y. (2007). *Dalgalanma korkusu ve Türkiye örneği*. Ankara: T.C.M.B. Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Özgen, F. (2002). *Türkiye’de iç borç sorunu ve iç borçların sınırlandırılması*.  
Yayınlanmamış Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi.

SPK (2010). Diğer teşkilatlanmış piyasa ve borsalar; sermaye piyasası faaliyetleri temel  
düzey lisansı eğitimi. İstanbul.

T.B.B. (2013). Türkiye’de bankacılık sektörü 1960-2012. Ankara.

T.B.B. (2013). Türkiye’de bankacılık sektörü 2009-2013. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2013). DİBS ihalelerine katılım esasları.  
Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2000). 2000-2001 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2002). 2002-2003 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2003). 2003-2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2004). 2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2005). 2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2006). 2006-2007 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2007). 2007-2008 Dönemi Piyasa Yapıcılığı  
Sözleşmesi. Ankara.

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2008). 2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2009). 2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2010). 2010-2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2008). Kamu borç yönetimi raporu. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2009). Kamu borç yönetimi raporu. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2010). Kamu borç yönetimi raporu. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2011). Kamu borç yönetimi raporu. Ankara.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2012). Kamu borç yönetimi raporu. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2001). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2004). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2006). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2009). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2010). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2011). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C. Maliye Bakanlığı. (2012). Yıllık ekonomik rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2000). Yıllık rapor. Ankara.

- T.C.M.B. (2001). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2002). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2003). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2004). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2005). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2006). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2007). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2008). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2009). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2010). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2011). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C.M.B. (2012). DİBS ödünç işlemleri piyasası uygulama talimatı. Ankara.
- T.C.M.B. (2012). Yıllık rapor. Ankara.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı. (1999). Hazine işlemleri raporu. Ankara.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2000). Hazine işlemleri raporu. Ankara.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2001). Hazine işlemleri raporu. Ankara.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2002). Hazine işlemleri raporu. Ankara.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2003). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2004). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2005). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2006). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2007). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2008). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2009). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

T.C. Sayıştay Başkanlığı. (2010). Hazine işlemleri raporu. Ankara.

Yılmaz, E. (2005). Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi. *İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları Dergisi*, 47(1) 57-85.

#### **Yararlanılan İnternet kaynakları**

<http://www.akademiogretim.com.tr/makale.php?islem=detay&makaleid=64> (Erişim Tarihi: 10.11.2012)

[http://www.ny.frb.org/markets/pridealers\\_policies.html](http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_policies.html)(Erişim Tarihi:05.04.2013)

[http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html)(Erişim Tarihi:10.04.2013)

[http://www.newyorkfed.org/markets/pdca\\_faqs.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pdca_faqs.html)(Erişim Tarihi:10.04.2013)

<http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/security-types/retail-bonds/dmo-guide-to-gilts-2010.pdf>(Erişim Tarihi:11.04.2013)

<http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/corrigan-testimony.html>(Erişim Tarihi:11.04.2013)

<http://www.freshfields.com/uploadedFiles/2013%20Italian%20Financial%20Transaction%20Tax.pdf>(Erişim Tarihi: 15.04.2013)

<http://translate.google.com.tr/translate?hl=tr&sl=en&u=http://www.mtsmarkets.com/Documents/~media/MTS/Legal%20docs/Feb%202013/2013%2002%2025%20Market%20Rules%20MTS%20France.pdf&prev=/search%3Fq%3DFRANCE%2BMARKET%2BMAKER%2BSYSTEM%26newwindow%3D1>(Erişim Tarihi: 18.04.2013)

[http://translate.google.com.tr/translate?hl=tr&sl=en&u=http://www.iit.upcomillas.es/battle/Publications/2006%20The%20balancing%20market%20maker%200A%20tool%20to%20enhance%20liquidity%20in%20the%20French%20balancing%20mechanism%20\\_%20Battle.pdf&prev=/search%3Fq%3DFRANCE%2BMARKET%2BMAKER%2BSYSTEM%26newwindow%3D1](http://translate.google.com.tr/translate?hl=tr&sl=en&u=http://www.iit.upcomillas.es/battle/Publications/2006%20The%20balancing%20market%20maker%200A%20tool%20to%20enhance%20liquidity%20in%20the%20French%20balancing%20mechanism%20_%20Battle.pdf&prev=/search%3Fq%3DFRANCE%2BMARKET%2BMAKER%2BSYSTEM%26newwindow%3D1)(Erişim Tarihi:20.04.2013)

[http://articles.economictimes.indiatimes.com/2007-07-19/news/27669012\\_1\\_market-maker-market-maker-illiquid-securities](http://articles.economictimes.indiatimes.com/2007-07-19/news/27669012_1_market-maker-market-maker-illiquid-securities)(Erişim Tarihi:25.04.2013)

<http://www.economist.com/node/306582>(Erişim Tarihi 28.04.2013:)

<http://www.bmfbovespa.com.br/formador-de-mercado/FormadoresMercado.aspx?Idioma=en-us#market3>(Erişim Tarihi:30.04.2013)

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf> (Erişim Tarihi: 03.02.2013)

<http://www.musiad.org.tr/> (Erişim Tarihi:12.02.2013)

<http://www.tbb.org.tr/tr> (Erişim Tarihi:01.23.2013)

<http://www.bcb.gov.br/search.asp?consulta=market+maker&Idioma=I&pesquisar.x=-1126&pesquisar.y=-61&pesquisar=submit> (Erişim Tarihi: 09.04.2013).

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=SfnI3kAeGzn6ref8UNeCFQ==H7deC+LxBI8=&skey=piyasa%20yap%C4%B1c%C4%B1>. (Erişim Tarihi: 02.03.2013).

<http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/default.aspx> (Erişim Tarihi: 01.02.2013)

<http://www.maliye.gov.tr/Sayfalar/AnaSayfa.aspx> (Erişim Tarihi: 03.04.2013)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=OAa+264VIos=-H7deC+LxBI8=>(Erişim Tarihi:12.12.2012)

<http://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12.01.2013)

<http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers.html>(Erişim Tarihi: 07.03.2013).

[http://www.dmo.gov.uk/?page=Gilts/Gemms\\_idb](http://www.dmo.gov.uk/?page=Gilts/Gemms_idb) (Erişim Tarihi: 24.03.2013).

[http://www.dt.tesoro.it/en/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/](http://www.dt.tesoro.it/en/debito_pubblico/titoli_di_stato/) (Erişim Tarihi:29.03.2013)

<http://www.mtsmarkets.com/Documents/~media/MTS/Legal%20docs/Feb%202013/2013%2002%2025%20Market%20Rules%20MTS%20France.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.03.2013).