

**PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ, SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİ
VE
TÜRKİYE UYGULAMASI**

Ayşe Berfu AYDIN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Kasım 2005

**PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ, SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİ
VE
TÜRKİYE UYGULAMASI**

Ayşe Berfu AYDIN

Danışman
Doç. Dr. Timur Han GÜR

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Kasım 2005

ÖNSÖZ

Devlet borç yöneticisinin hedefi, hükümet tarafından önceki ihraçların itfasından kaynaklanan herhangi bir nakit akışı ve bütçe açıklarından kaynaklanan net borçlanma ihtiyaçlarının finansmanlarının mümkün olan en düşük maliyetle yapılmasına imkan tanımaktır

Bu hedef doğrultusunda bazı ülkeler, birincil piyasada sürekli ve etkin borçlanmanın sağlanması, kamu borçlanma maliyetinin düşürülmesi ve ikincil piyasada likiditenin artırılması amaçlarına yönelik olarak piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaktadırlar.

Bu çalışmada, piyasa yapıcılığı sisteminin amaç ve faydaları irdelenmekte, Türkiye ve çeşitli ülke uygulamaları incelenmektedir.

Çalışmamda beni yönlendiren danışman hocam Doç.Dr. Timur Han Gür'e, değerli katkılarını benden esirgemeyen Hazine İşlemleri Müdürü Hülya Hanay'a, Para Piyasaları Müdür Yardımcısı Cavidan Velioğlu'na, Açık Piyasa İşlemleri Müdür Yardımcısı Erdinç Bellibaş'a ve Hazine İşlemleri Müdür Yardımcısı Dr. İpek Ekşi'ye teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, çalışmam sırasında bana destek veren mesai arkadaşlarıma, Bülent Çetin ve Pınar Erdem'e teşekkürü bir borç bilirim.

Her zaman ve her koşulda sonsuz destek ve sevgilerini bana hissettiren canım babam Prof. Dr. Raci Aydın, canım annem Nur Aydın ve canım kardeşim Burak Aydın sizi çok seviyorum.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER	i
TABLO LİSTESİ	vi
GRAFİK LİSTESİ	viii
ŞEKİL LİSTESİ	ix
KISALTMA LİSTESİ	x
EK LİSTESİ	xi
ÖZET	xii
ABSTRACT	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PIYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ	7
1.1. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Uygulanması İçin Gereken Ön Şartlar	13
1.1.1. Piyasa Yapıcıları İçin Yeterlilik Kriterleri.....	24
1.1.1.1. Finansal Kapasite	25
1.1.1.2. İdari Kapasite	26
1.1.1.3. Piyasa Tecrübesi	26
1.1.2. Denetim	27
1.1.2.1. Denetimin Kapsamının Belirlenmesi	27
1.1.2.2. Denetim Otoritesinin Belirlenmesi	28
1.1.2.3. Uygulama Şartları	29
1.2. Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri	31
1.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	31
1.2.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	32
1.2.3. Diğer Yükümlülükler	33
1.3. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Ayrıcalıklar	34
1.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Ayrıcalıklar	35
1.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Ayrıcalıklar	36
1.4. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Avantajları ve Dezavantajları	39
1.4.1. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Avantajları	39

1.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Dezavantajları.....	41
1.5. Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Merkez Bankası	41

İKİNCİ BÖLÜM

PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİNE İLİŞKİN ÜLKE ÖRNEKLERİ	46
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	46
2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	46
2.1.2. İngiltere Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	49
2.1.3. Norveç Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	51
2.2. Avrupa Birliği Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi	53
2.2.1. Fransa Piyasa Yapıcılığı Sistemi	55
2.2.2. İrlanda Piyasa Yapıcılığı Sistemi	56
2.2.3. İspanya Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	58
2.2.4. İtalya Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	60
2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi	63
2.3.1. Brezilya Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	63
2.3.2. Hindistan Piyasa Yapıcılığı Sistemi	64
2.3.3. Meksika Piyasa Yapıcılığı Sistemi	65

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ	67
3.1. 2000 - 2001 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi	69
3.1.1. Piyasa Yapıcısı Seçilebilmek İçin Gereken Yeterlilik Kriterleri	70
3.1.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar.....	70
3.1.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar.....	70
3.1.2.2. Diğer Haklar	71
3.1.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri.....	72
3.1.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	72
3.1.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	72
3.1.3.3. Piyasa Yapıcılarının Diğer Yükümlülükleri	73
3.1.3.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri	74
3.1.4. Piyasa Yapıcılarının Denetimi ve Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinin Askıya Alınması ve Feshi.....	74

3.1.5. 2000 - 2001 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Sona Ermesi	75
3.2. 2002 - 2003 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi	77
3.2.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar.....	82
3.2.1.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar.....	82
3.2.1.2. İkincil Piyasaya İlişkin Haklar	84
3.2.1.3. Diğer Haklar	84
3.2.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar	85
3.2.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler	87
3.2.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	87
3.2.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	88
3.2.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri	89
3.2.4.1. Ölçüt İhraçlar.....	89
3.2.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin İşleyişine Yönelik Olarak Getirilen Yenilikler	89
3.2.4.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinin Askıya Alınması ve Feshine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yenilikler.....	89
3.3. 2003 - 2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi	90
3.3.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar	92
3.3.2. Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler	94
3.3.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	94
3.3.2.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler	94
3.4. 2004 - 2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi	95
3.4.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar.....	95
3.4.1.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar.....	95
3.4.1.2. İkincil Piyasaya İlişkin Haklar	96
3.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler	96

3.5. 2005 - 2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi	97
3.5.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar	97
3.5.1.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar.....	97
3.5.1.2. İkincil Piyasaya İlişkin Haklar	98
3.5.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler	98
3.5.3. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri	99
3.5.3.1. Ölçüt İhraçlar.....	99
3.5.4. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinin Askıya Alınması ve Feshi ..	99

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ UYGULAMASINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER	101
4.1. Piyasa Yapıcılarının Yeterliliklerinin Değerlendirilmesi	101
4.2. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Açısından Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi	110
4.3. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Açısından Tahvil Bono Piyasasının Değerlendirilmesi.....	112

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ ve ÖNERİLER	116
KAYNAKÇA	120
EKLER.....	126

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Çeşitli Ülkelerdeki Piyasa Yapıcısı Sayısı	14
Tablo 1.2. Piyasa Yapıcılarının Çeşitli Ülkelerdeki Denetim Otoriteleri ..	29
Tablo 4.1. Dönemlere Göre Piyasa Yapıcısı Bankalar	102
Tablo 4.2. Performans Endeksi	104
Tablo 4.3. Piyasa Yapıcılarının Menkul Kıymetler Cüzdanı İle İlgili Rasyoları	107
Tablo 4.4. Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerin ve Mevduatların Vadelerine Göre Yüzde Dağılımları	111
Tablo 4.5. Piyasa Yapıcılığı Dönemleri İtibarıyla Faiz Aralıkları ve Kotasyonlar Arasındaki Azami Açıklıklar	115

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1.1. Çeşitli Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Uygulamaya Konulduğu Yıllar	9
Grafik 4.1. Performans Endeksi	106
Grafik 4.2. Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerin Cinslerine Göre Yüzde Dağılımları	110
Grafik 4.3. Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerin Vadelerine Göre Yüzde Dağılımları	112
Grafik 4.4. Tahvil Bono Piyasasının Faiz Oynaklığı	113
Grafik 4.5. Tahvil Bono Piyasası Faiz Oranları ve İşlem Hacmi	114

KISALTMA LİSTESİ

- AB : Avrupa Birliği
- ABD : Amerika Birleşik Devleti
- AFT : Agence France Trésor (Fransa Hazine Kurumu)
- BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- CEO : Chief Executive Officer (Tepe Yöneticisi)
- DİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri
- DMO : Debt Management Office (Borç Yönetimi Ofisi)
- ECB : European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
- FED : Federal Reserve Bank (ABD Merkez Bankası)
- FRBNY : Federal Reserve Bank of New York
- FSA : Financial Services Authority (İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu)
- GEMMs : Gilt Edged Market Makers (İngiliz Piyasa Yapıcıları)
- IDB : Interdealer Broker
- IMF : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
- İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- LSE : London Stock Exchange (Londra Menkul Kıymetler Borsası)
- NBFC : Non-Banking Financial Companies (Bankacılık Sektörü Dışındaki Finansal Kurumlar)
- NİV : Net İç Varlıklar
- NOK : Norveç Kronu
- NTMA : National Treasury Management Agency (Ulusal Hazine Yönetimi Kurumu)
- NUR : Net Uluslararası Rezervler
- OECD : Organization for Economic Co-operation and Development

- OTC : Over The Counter (Tezgahüstü Piyasalar)
- PE : Performans Endeksi
- SEC : US Securities and Exchange Commission (ABD Sermaye Piyasası Kurulu)
- SELIC : Special System of Clearance and Custody (Özel Takas ve Ödeme Sistemi)
- RIE : Recognized Investment Exchange (Tanımlı Yatırımlar Borsası)
- ROT : Rekabetçi Olmayan Teklif
- SGS : Specialists in Government Securities (Devlet Borçlanma Senetleri Uzmanı)
- STRIPS : Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (Kıymetlerin Ana Para Ve Kuponlarının Ayrıştırılması)
- SVT : Les Spécialistes en valeurs du Trésor (Fransız Piyasa Yapıcıları)
- TBB : Türkiye Bankalar Birliği
- TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
- VOB : Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Performans Endeksini Oluşturan Veri Tabanı.....	127
Ek 2. Piyasa Yapıcısı Bankaların Performans Endeksi.....	133
Ek 3. Piyasa Yapıcısı Olmayan Bankaların Performans Endeksi.....	134
Ek 4. Bankacılık Sektörünün Performans Endeksi.....	135
Ek 5. Piyasa Yapıcılarının Menkul Kıymetler Cüzdanı İle İlgili Rasyolarını Oluşturan Veri Tabanı	136

ÖZET

Türkiye'nin borç stokunda 1990'lı yıllardan itibaren sürekli bir artış görülmüş, bu da borçlanmanın maliyetini yükseltmiştir. Borç stokundaki artış ve borçlanma maliyetinin yükselmesi, kaçınılmaz bir şekilde borçlanmanın risk priminin ve nominal faiz oranlarının artmasına neden olurken, devlet iç borçlanma senetleri piyasaları likiditesinin azalmasına ve vadenin kısılmasına yol açmıştır. Bu olumsuz koşullar, borç yöneticilerini finansal koşulların iyileştirilmesi ve borçlanma maliyetinin düşürülmesi konularında bir takım önlemler almaya yöneltmiştir.

Finansal kaynakların etkin kullanımı, devletin finansman maliyetini azaltacağı gibi uzun dönemde vadenin uzamasını sağlarken borç stokunun GSMH'ye oranını da düşürecektir. Finansal kaynakların etkin kullanımına ilişkin olarak belirlenen hedeflere ulaşılması, tamamen etkin birincil ve ikincil devlet iç borçlanma senetleri¹ piyasalarının oluşturulmasına bağlıdır. Bu amaç çerçevesinde uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemi, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesini hedefleyen bir stratejidir.

Yukarıda belirtilen hedeflere ulaşılabilmesi için hem birincil hem de ikincil piyasanın etkin ve geniş, ikincil piyasanın derin ve likit olması gerekmektedir. Piyasa yapıcıları, devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında talep yaratmak ve ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasada aktif işlem görmesini sağlamak amacıyla faaliyette bulunmak üzere devlet tarafından seçilen finansal araçlardır.

Piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması ile, kamu finansmanının piyasa kaynaklı gerçekleştirilmesinin sağlanması, dolaylı para politikası araçlarının piyasa kaynaklı kullanımının kolaylaştırılması ve etkinleştirilmesi, devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç yöntemlerinden biri olan ihale sisteminin

¹ DİBS tanımı sadece T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş olan Devlet İç Borçlanma Senetlerini ifade etmek için kullanıldığından genel anlatıma ilişkin ifadelerde söz konusu kısaltma kullanılmamıştır.

desteklenmesi, istikrarlı ve öngörülebilir ihraç politikası oluşturma hedeflerine ulaşılması amaçlanmaktadır.

Bu çalışmada, piyasa yapıcılığı sisteminin amaç ve faydaları irdelenmiştir. Çalışma, piyasa yapıcılığı sisteminin Türkiye ve çeşitli ülke uygulamalarını incelemektedir.

Anahtar Kelimeler: Piyasa Yapıcıları, Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Devlet Borçlanma Senetleri Piyasalarının Geliştirilmesi.

ABSTRACT

A continuous increase has been experienced in Turkey's debt stock since the 1990's and this leads to a subsequent boost in the cost of borrowing. Inevitably, these two factors have caused a sharp raise both in risk premium and nominal interest rates while drastic decrease in liquidity and maturity has been observed. With regard to these disadvantageous structure, authorities are dedicated to strengthen financial sector so as to remedy borrowing conditions due to the fact that these weaknesses are costly for borrowing.

One approach is using potential financial sources more efficient, which would lower refinancing risk and in the long run and also bring down the debt stock to gross domestic product ratio with extending maturity. This goal is mainly depends on establishing well functioning primary and secondary markets for government securities. Primary dealership system is considered as an strategy to develop government bond markets.

To accomplish the above-mentioned objectives, both primary and secondary markets need to be broad and efficient as well as the secondary market to be deep and liquid. Primary dealers are financial intermediaries selected by the government, typically to promote investment in primary government bonds market and activity in the secondary government securities market.

The principal aim in setting up a primary dealer system is to meet government's borrowing requirements from market based sources. In this point of view, primary dealer system is a part of indirect monetary policy to establish a market - oriented form, which enhances the effectiveness of monetary policy. The system also supports the government's issuing policy as well as helps following a steady and predictable issuing policy.

In this study, objectives and benefits of the primary dealership system are examined. This study is an effort to observe primary dealership system in Turkey and in selected countries.

Key Words: Primary Dealers, Primary Dealership System, Developing Government Bond Markets.

GİRİŞ

Devlet gelirlerindeki istikrarsızlık, aşırı harcama baskısı, kaynak dağılımının bozukluğu ve özel tasarrufların yetersizliği gibi etkenler, gelişmekte olan ülkelerde giderek büyüyen ve kronikleşen bütçe açıklarına yol açtığı gibi, söz konusu ülkeleri bütçe açıklarının finansmanında daha fazla borçlanma ağırlıklı politikalar uygulamaya yöneltmiştir. Bu gelişmeler, iç ve dış borç faiz ödemelerinin ciddi boyutlara ulaşması nedeniyle, bütçe açıklarının giderek artmasında önemli bir rol oynamaktadır.

1973 yılındaki ilk petrol şokuna kadar olan dönemde denk bütçeyi hedef alan sanayileşmiş ülkeler bile, petrol şokundan sonra bütçe açıkları vermeye başlamışlardır. Son yıllarda gelişmiş ülkelerde de maliye politikaları, bütçe açıklarını azaltmak amacıyla yönelik olarak uygulanmaktadır. Ancak, vergi yükünün arttırılamaması, buna karşın ihtiyaçları karşılamak için gereken kamu harcamalarının devamlı olarak artması sonucu, gelişmiş ülkeler de bütçe açıklarındaki artışa katlanmak zorunda kalmışlardır.

Artan bütçe açıkları, ülkeleri uluslararası platformda güvenilirlik problemi ile karşı karşıya bırakmıştır. 1997 yılında Asya'da ve daha sonra da borçların ödenememesi nedeniyle Rusya'da yaşanan krizler, uluslararası piyasalarda reel faizlerin yüksek düzeylere çıkmasına neden olmuş, bazı ülkeler bu yüksek reel faiz hadlerinden bile borçlanamamışlardır. Bu ülkeler, ödeme gücü açısından daha iyi durumda olan ülkeleri de olumsuz yönde etkilemişlerdir. Bu nedenle, kronik bütçe açıkları ve artan devlet borçları, hem gelişmiş ülkelerin hem de gelişmekte olan ülkelerin en büyük endişe kaynağı haline gelmiş bulunmaktadır.

Bütçe açıkları, vergilerin artırılması, para basma, iç ve dış borçlanma yoluyla karşılanabilmektedir. Bu finansman araçları arasında yapılacak olan tercihte, ülkenin o an içinde bulunduğu ekonomik, sosyal ve siyasi koşullar belirleyici olmaktadır.

Oluşan bütçe açığının, harcamaların kısılması ya da vergi gelirlerinin artırılması yoluyla finanse edilmeye çalışılması kısa dönemde mümkün olmamakta ve bu nedenle, başka finansman araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır.

Bütçe açıklarının doğrudan olarak merkez bankası kaynaklarıyla veya bu açıkların finansmanı için çıkarılan devlet borçlanma senetlerinin merkez bankasınca satın alınması (açıkların monetizasyonu) yoluyla karşılanması ise enflasyona neden olmaktadır. Bu durum, para politikasından sorumlu olan merkez bankasının makroekonomik performansının desteklenmesi açısından bağımsız olması gerektiği olgusunu ortaya çıkarmış ve 1989'dan 1992'ye kadar olan süreçte (İngiltere, Fransa, İtalya, Latin Amerika ülkeleri gibi) yaklaşık 30 ülkenin yasalarını revize etmesini kaçınılmaz kılmıştır. TCMB'de, 2001 yılında gerçekleştirilen kanun değişikliği ile araç bağımsızlığını elde etmiştir.²

Ülkelerin uluslararası kuruluşlardan veya dış piyasalardan borçlanması ise büyük ölçüde ülkenin kredi değerliliğiyle ilgilidir. Türkiye'de, yüksek ve kronik enflasyona bağlı olarak, dış borçlanma imkanları yıllarca sınırlı kalmış, yurt dışından alınan borçların vadesi kısalmış, maliyeti yükselmiştir.

Devletin iç mali piyasalardan borçlanmasının dış mali piyasalardan borçlanmasına göre daha kolay olması ve iç borçlanmada hasılatın hemen toplanabilip harcamalarda kullanılabilmesi gibi nedenlerden iç borçlanma, devlet borçlanmasının en yaygın kaynağı haline gelmiştir. Bu nedenle kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı, ağırlıklı olarak iç piyasalardan karşılanmaya başlanmıştır.

Türkiye'de, 1980'lerde para ve sermaye piyasalarında yaşanan reform süreci, Ağustos 1989'da uygulamaya konulan ve kambiyo rejiminde köklü değişiklikler meydana getiren 32 Sayılı Karar ile tamamlanmıştır. Bu karar ile birlikte, gerçekçi döviz ve faiz politikası uygulamaları başlatılmış, dış ticarete serbestleşme ve para ve sermaye piyasalarındaki kurumsal

² TCMB Kanunu Madde 4- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı kanun ile değiştirilen şekli) Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.

yeniliklerin ardından, en önemli ve son aşama olan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve konvertibiliteye geçiş gerçekleşmiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin sunduğu faiz arbitrajı dışı açık sermaye hareketleri adı altında, olağanüstü bir spekülasyon gelir olanağı yaratmıştır (Voyvoda ve Yeldan, 2002, s.20). 1980'lerin sonunda, artan kamu açıklarının finansmanında ağırlık, TCMB kaynaklarından iç borçlanmaya doğru çevrilmiş ve iç borçlanmanın gerçekleştirilebilmesi için faizlerin yükseltilmesi gereği ortaya çıkmıştır.

Normal şartlarda, devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarının, risksiz ya da risk primi düşük olma niteliğine bağlı olarak, ekonomilerde faiz oranlarının tabanını oluşturması gerekirken, Türkiye'de çoğu kez tavan yapmakta ve en yüksek faiz sınırını oluşturmaktadır. Bu durum, borç yükünün katlanarak artmasına neden olmaktadır. Bu süreç içerisinde, açık bütçe politikası izlenmesi ve kamu açıklarının giderek artmasından kaynaklanan aşırı iç ve dış borçlanma, giderek bir kısır döngü haline dönüşmüş ve borcun borçla ödenmesi noktasına gelinmiştir. Kamu kesiminin aşırı kaynak talebi, devlet borçlanma senetlerinin ihraç gereksinimini artırmış, bu da para ve sermaye piyasalarının yeterli düzeyde gelişmemiş olmasının da etkisiyle faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Mali liberalizasyonun bir sonucu olan pozitif reel faizler, özellikle 1993 yılından sonra kaynak sıkıntısı yaratmıştır. Hazine, finansman ihtiyacının arttığı yıllarda enflasyon oranının üzerinde reel faizlerden borçlanarak, finansman sorununu geçici olarak çözümlenmiştir. Ancak konsolide bütçe gelirlerinde artış sağlanmaksızın, iç borç faiz ödemeleri nedeniyle harcamalarda önemli artışların meydana gelmesi, Hazinesinin finansman ihtiyacının birikimli bir şekilde artmasına neden olmuştur.

1994 krizinin ardından ekonomide kısa vadeli bir istikrar sağlanmışsa da, 1990'ların ikinci yarısında yaşanan siyasi istikrarsızlığa paralel olarak yapısal sorunlar çözümlenememiştir. Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle daha da kötüleşen ekonomiyi düzlüğe çıkarmak amacıyla, 1999 yılı sonunda Uluslararası Para Fonu (IMF) ile bir Stand - by anlaşması imzalanarak, "Enflasyonu Düşürme Programı" adı altında bir istikrar programı uygulamaya konmuştur. Ancak cari işlemler açığındaki artış, bankacılık sistemindeki yapısal sorunlar ve yurt dışına yıl sonu nedeniyle sıcak para çıkışı ile

birleşince Kasım 2000 sonlarında bir likidite krizi yaşanmış ve programa olan güven sarsılmıştır. Artan belirsizlik ve güvensizlik, IMF'ten sağlanan ek rezerv kolaylığı ile giderilerek sabit kura dayalı enflasyonu düşürme programına devam edilmiştir. Şubat 2001'e gelindiğinde yaşanan krizle de sabit kur sistemi terk edilerek dalgalı kura geçilmek zorunda kalınmış, TL' sı yaklaşık olarak % 60 oranında devalüe edilmiştir. Yaşanan krizlerin en önemli iki nedenini sürdürülemez iç borç dinamiği ve sağlıklı bankacılık sistemi oluşturmaktadır. Enflasyonla mücadele programı çerçevesinde 2000 yılında uygulanan maliye politikasının temel amaçlarından biri borç stokunu istikrarlı bir yapıya kavuşturmak olmuş ise de, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de meydana gelen krizler borç stokunun önemli ölçüde artmasına neden olmuştur.

Özetle, Türkiye'nin borç stokundaki sürekli artış, borçlanma risk priminin ve nominal faiz oranlarının artmasına, dolayısıyla borçlanma maliyetinin yükselmesine, borçlanma vadesinin kısalmasına ve devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının likiditesinin azalmasına neden olmuştur. Devlet iç borçlanma senetleri piyasaları, yüksek faiz oranları ve değişken fiyatlardan kaynaklanan faiz riski ve dalgalı döviz kurundan kaynaklanan kur riskini kapsayan piyasa riski ile karşı karşıya kalmıştır. Borçlanma vadesinin kısa oluşu ve borç stoku içerisinde dövize endeksli kıymetlerin önemli bir paya sahip olması, Türk finansal sisteminin kırılganlığını artırmıştır. Tüm bu gelişmeler, borçlanmanın sürdürülebilirliği tartışmalarının başlatmış ve borç yöneticilerini devlet borçlanma şartlarını iyileştirme arayışlarına yöneltmiştir.

Bu çalışmanın amacı, finansal piyasaların temel yapı taşı olan devlet iç borçlanma piyasalarının geliştirilmesine yönelik olarak 2000 yılında başlatılan, ancak yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 ikiz krizlerinin ardından uygulamasına son verilmek zorunda kalınan ve uygun şartların oluşmasıyla birlikte 2002 yılında tekrar başlatılan piyasa yapıcılığı sistemini incelemektir.

Birinci Bölümde, betimleme yöntemi kullanılarak; piyasa yapıcılığı sistemi, piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanma amaçları, piyasa yapıcılığı sisteminin sağlıklı bir şekilde uygulanabilmesi için gereken ön şartlar ve bu

kapsamda sistemin güvenilir bir biçimde yürütülmesinin sağlanması açısından piyasa yapıcılarının yeterliliklerine ve denetimlerine ilişkin yapısal gereklilikler incelenmiş, piyasa yapıcılara sağlanan haklar ve piyasa yapıcılarının yükümlülükleri ile sistem uygulamasının getirdiği avantaj ve dezavantajlar ele alınmış ve piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması ile merkez bankacılığı etkileşimi değerlendirilmiştir.

İkinci Bölümde, Türkiye uygulaması ile karşılaştırma imkanı sağlamak amacıyla; gelişmiş ülkelerde piyasa yapıcılığı sistemi, Avrupa Birliği borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi ve gelişmekte olan ülkelerde piyasa yapıcılığı sistemi, ülke örnekleriyle incelenmiştir.

Üçüncü Bölümde, uygulamadaki farklılıkların değerlendirilebilmesi amacıyla, Türkiye Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulama şartları dönemler itibarıyla karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Normal şartlarda, gerek sistemin oluşturulma şartları gerekse piyasa yapıcılarının yeterlilikleri göz önünde bulundurulduğunda piyasa yapıcılığı sisteminin her koşulda işlevini sürdürmesi beklenmektedir. Oysa Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi, Kasım 2000’de ortaya çıkan krizle birlikte fiilen, Mayıs 2001’de de bankalarla imzalanan piyasa yapıcılığı sözleşmelerinin süresinin bitmesi ile hukuken sona ermiştir. Sistemin çöküşünün ardında yatan en önemli nedenlerden biri, sağlıklı bankacılık sistemidir. Bu nedenle, Dördüncü Bölümde, krizin ardından 2002 yılında yeniden uygulanmaya başlanan sistemin dönemsel performanslarını değerlendirmek amacıyla, 2000 yılında açıklanan piyasa yapıcılarının yeterlilik kriterleri baz alınarak, piyasa yapıcı olan ve olmayan tüm bankalar ile bankacılık sektörünün tamamını kapsayan bir Performans Endeksi oluşturulmuştur.

Ayrıca, Dördüncü Bölümde, piyasa yapıcılarının yükümlülükleri gereği maruz kaldıkları en büyük riskin faiz riski olmasından yola çıkarak, devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasa faiz oranlarının oynaklıkları ve bu oynaklıkların işlem hacmine olan etkileri değerlendirilmiştir.

Sonuç bölümünde ise, Birinci Bölümde yer alan piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin olarak gerçekleştirilen betimsel çalışma, İkinci Bölüm

kapsamındaki çeşitli ülke örnekleri, Üçüncü Bölüm kapsamındaki piyasa yapıcılığının Türkiye uygulaması ve Dördüncü Bölüm performans endeksi çalışmaları ışığında, sistemin işleyişi ile ilgili olarak görüş ve önerilerde bulunmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

Devlet borç yöneticisinin hedefi, hükümet tarafından önceki ihraçların itfasından kaynaklanan herhangi bir nakit akışı ve bütçe açıklarından kaynaklanan net borçlanma ihtiyaçlarının finansmanlarının mümkün olan en düşük maliyetle yapılmasına imkan tanımaktır. Bu hedefe ulaşılabilmesi için birincil ve ikincil piyasaların geniş ve etkin, ikincil piyasanın derin ve likit olması gerekmektedir.

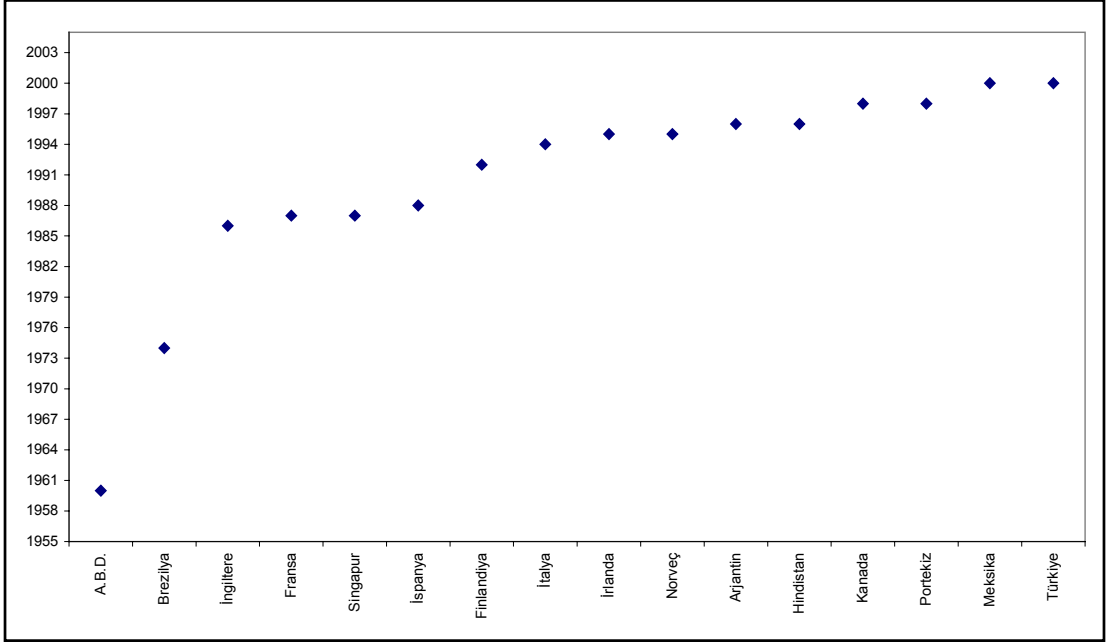
Sermaye akışlarının dalgalı, nominal faiz oranlarının yüksek ve yapısal rekabetin zayıf olması gibi makroekonomik dengesizliklerin yaşandığı ülkelerde, borçlanma maliyetinin birincil piyasa işlemleri sürecinde belirlenmesi nedeniyle borç yöneticileri ağırlıklı olarak birincil piyasaya ilişkin hedefler üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. Aslında, ihraç edilen tahvillerin vadesi dolana kadar alınıp satıldığı devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasaları da, devlet borç yönetimi konusunda en az birincil piyasalar kadar önemlidir. Şöyle ki; devlet iç borçlanma senetleri 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.

Devletin, mali piyasanın hakim oyuncusu olması nedeniyle, devlet iç borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasaları büyük ölçüde devlet politikaları sayesinde güçlenip desteklenmektedir. Bu amaçla bazı ülkeler, birincil piyasadan sürekli ve etkin borçlanmanın sağlanması, kamu borçlanma maliyetinin düşürülmesi ve ikincil piyasada likiditenin artırılması amacıyla piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaktadırlar.

Piyasa yapıcılığı sistemi, bir grup uzmanlaşmış aracının birtakım yükümlülükleri yerine getirmeleri karşılığında kendilerine belirli ayrıcalıklar tanınması sonucu, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının gelişimine destek vermelerini sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Bu hedef doğrultusunda borç yöneticileri, birincil ve ikincil devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının etkin bir şekilde işletilmesi ve geliştirilmesini destekleyecek finansal araçlar belirlemektedirler. Devlet iç borçlanma senetleri piyasalarındaki aktiviteyi artırmak amacıyla borç yöneticileri tarafından belirlenen bu araçlara “piyasa yapıcılar” ve bu sisteme de “piyasa yapıcılığı sistemi” denilmektedir.

Piyasa yapıcılığı sistemi, ilk olarak Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) tarafından, para politikasının yürütülmesine destek sağlamak amacıyla piyasa operasyonlarına taraf belirlemek için 1960 yılında geliştirilmiştir. A.B.D. Merkez Bankası (FED), para politikası operasyonları için tarafların belirlenmiş olmasının operasyonları kolaylaştırıcı etkisinin olduğunu belirtmiş ve bu amaçla taraf olarak piyasa yapıcılarını belirlemiştir. 1974 yılında Brezilya, 1986 yılında ise İngiltere, sistemin ilk uygulayıcılarından olmuştur. 2001 yılı Nisan ayında IMF tarafından 39³ ülkenin 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, Avusturalya, Yeni Zelanda), 4'ünün yükselen (Şili, Endonezya, Litvanya, Polonya) ve 3'ünün gelişmekte olan (Kenya, Maritus, Suudi Arabistan) ülke ekonomileri olduğu saptanmıştır (Arnone ve Iden, 2003, s.12).

³ A.B.D., Almanya , Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Çek Cumhuriyeti , Endonezya, Ermenistan, Fas, Finlandiya, Fransa, Gana, Hindistan, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İzlanda, İrlanda, İtalya, Kanada, Kazakistan, Kenya, Kore, Letonya, Macaristan, Meksika, Maritus, Norveç, Polonya, Tayland, Portekiz, Singapur, Suudi Arabistan, Şili, Yeni Zellanda, Yunanistan.



Grafik 1.1: Çeşitli Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Uygulamaya Konulduğu Yıllar

Kaynak: IMF, 2003

Aslında resmi olarak piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmadığı Avustralya, Almanya, Japonya, Yeni Zelanda ve İsviçre’de, bir grup aracı, devlet iç borçlanma senetlerinin dağıtımında ve devlet iç borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesinde borç yöneticileriyle işbirliği yapmaktadırlar. Almanya ve Japonya’da finansman ihtiyaçları sendikasyon yöntemiyle karşılanmaktadır. Sonuçta, bir çok gelişmiş ülkenin devlet iç borçlanma senetlerinin etkin dağıtımını gerçekleştirmek amacıyla piyasa yapıcılığı sisteminin kullanılmasına karşın piyasa yapıcılığı sistemi olmadan da gelişmiş devlet iç borçlanma senetleri piyasalarına sahip ülkeler bulunmaktadır.

Piyasa yapıcıların temel hedefi devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında talep yaratmak, ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasa tarafından absorbe edilmesini sağlamaktır. Amerika Birleşik Devleti’nde (A.B.D.) olduğu gibi bazı ülke uygulamalarında öncelikle merkez bankasının para politikası operasyonları için kullanılan finansal araçlar, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarında da piyasayı yapılandıran kuruluşlar olarak kullanılmaktadırlar. Bununla birlikte, bir grubun devlet iç borçlanma senetleri piyasalarını, diğer bir grubun merkez bankası piyasa operasyonlarını desteklemesi amacıyla, iki farklı piyasa yapıcı grubunun

oluşturulması da mümkündür. Aynı grup piyasa yapıcının, her iki görevi de üstlenmesi, borç yöneticisi ve merkez bankası arasında ciddi bir koordinasyonu gerektirmektedir.

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 lke 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.

Devlet iç borçlanma senetleri piyasalarını geliştirme süreci içinde, piyasa yapıcılığı sisteminin birincil piyasa ve ikincil piyasaya yönelik amaçları ise aşağıdaki gibidir:

a) Piyasa yapıcılığı sisteminin birincil piyasaya ilişkin temel amacı devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine maksimum katılımı sağlamak ve böylece devletin finansman ihtiyacının karşılanmasına ve birincil piyasanın geliştirilmesine destek oluşturmaktır. Piyasa yapıcılar, ihraç edilen kıymetlerin piyasa tarafından yeterli talep görmesini sağlamak amacıyla devlet iç borçlanma senetleri birincil piyasasında yer almakta ve kıymetlerin nihai yatırımcılara, özellikle de devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin artmasına en çok katkıda bulunan kurumsal yatırımcılara ulaştırılmasına katkıda bulunmaktadırlar. Piyasa yapıcılığı sistemi birincil piyasada, borç yönetiminin desteklenmesini, gerçekleştirilen ihraçların karşılanmasını,

profesyonel piyasa bilgisi edinilmesini ve böylece piyasa ihtiyacını karşılayabilecek nitelikte ihraçların gerçekleştirilmesini sağlamak amaçlarıyla uygulanmaktadır.

b) Piyasa yapıcılığı sisteminin ikincil piyasaya ilişkin temel hedefi ise devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin artırılmasıdır ki bu aynı zamanda birincil piyasa işleyişini destekleyen bir faktördür. Devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin artırılması, devamlı ve etkin çift taraflı kotasyon vererek teklif ve işlem yükümlülüklerini yerine getiren aktif piyasa yapıcılar sayesinde sağlanmaktadır. Piyasa yapıcılar, belirledikleri fiyatlardan yükümlülükleri gereği kesintisiz talep - teklif faaliyeti gerçekleştirerek aktif bir devlet iç borçlanma senedi piyasası oluşmasını sağlamaktadırlar. Bu çerçevede piyasa yapıcılar, devlet iç borçlanma senedini alış fiyatından satın almakta ve daha yüksek bir fiyat olan satış fiyatından satmaktadırlar. Bu alım - satım faaliyetleri, piyasa yapıcıların kıymet bazında geçici pozisyon almalarına olanak tanımakta ve müşteri işlemlerini kolaylaştırmaktadır. Piyasa yapıcılar bu süreçte, alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık olarak adlandırılan alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farktan kâr elde etmektedirler.

İkincil piyasanın gelişmişlik düzeyi, borçlanma maliyetini belirleyen en önemli faktörlerden biridir. Piyasa genişledikçe (yatırımcı tabanının artması) ve derinleştikçe (devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin artması) borç yöneticisi, birincil piyasada ihraç ettiği kıymetler için daha iyi fiyat teklifi alacak ve böylece borçlanma maliyetini azaltma imkanına kavuşacaktır (Gray, 1996, s.11).

Güçlü bir devlet iç borçlanma senetleri birincil piyasası oluşturmak için etkin ve likit bir devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasası oluşturmak gerekmektedir. Nitekim, ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyi değerlendirilirken; piyasa yapısının gelişimi, işlem tipleri, alış-veriş mekanizmaları, piyasa araçları bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş bir ikincil piyasa, devlet iç borçlanma senetlerine yeni nitelikler katmakta ve devlet iç borçlanma senetlerinin finansal sistemdeki önemini ve rolünü artırmaktadır. İkincil piyasa geliştikçe, devlet iç borçlanma senetlerinin

nakde dönüşüm hızı artmakta, söz konusu dönüşümün maliyeti azalmakta, dolayısıyla devlet iç borçlanma senetleri para benzeri bir nitelik kazanmaktadır.

c) Piyasa yapıcılığı sisteminin hem birincil piyasayı hem de ikincil piyasayı kapsayacak bir diğer amacı, devlet iç borçlanma senetleri piyasasındaki rekabetin artmasıdır. Piyasaların gelişme aşamasında olduğu ülkelerde, katılımcı sayısının az olması bu amaca ulaşılmasını engelleyebilmektedir. Bu durumda borç yöneticileri, hem piyasadaki rekabetin artırılması hem de sisteme daha fazla yabancı sermaye girişinin desteklenmesi amacıyla yabancı finansal araçların piyasa yapıcı olmalarını desteklemelidirler. Sistemdeki rekabetin artması, alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daralmasını, böylece ikincil piyasa işlemlerinin maliyetinin azalmasını sağlamaktadır.

Diğer taraftan, piyasa yapıcı sayısı ne kadar fazla olursa piyasa yapıcılar arasında paylaşılan risk faktörü de o kadar azalacaktır. Bu nedenle, piyasa yapıcı sayısı arttıkça her birine düşen risk payı da azalmış olmakta, ancak beklenen ortalama kâr da o oranda düşmektedir.

Özetle piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması; etkin ve istikrarlı devlet iç borçlanma senetleri talebinin oluşturulmasını, ikincil piyasaya likidite sağlamak suretiyle birincil piyasanın güçlendirilmesini, araçların sermaye kaynaklarını piyasadaki geçici likidite ihtiyaçlarını dengeleyebilecek şekilde tahsis etmelerinin sağlanmasını, aracılık faaliyetlerinde bulunmak için dağıtım kanallarının geliştirilmesini ve borç yöneticisine fiyat, hacim ve alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığı kapsayan konularda piyasa bilgileri sunulmasını amaçlamaktadır. Bu amaçların gerçekleştirilmesi, devleti borçlanma maliyetini ve buna bağlı riskleri azaltmayı, mali piyasaları geliştirmeyi, merkez bankasının para politikasının dolaylı araçlarını kullanmasını desteklemeyi ve cazip getirili, risksiz yatırım aracı alternatifleri sunmak suretiyle tasarrufları teşvik etmeyi kapsayan hedeflere ulaşmayı sağlamaktadır. Piyasa yapıcılığı sisteminin, devlet iç borçlanma senedi piyasasının geliştirilmesine eşgüdümlü bir yaklaşım olarak oluşturulması ve

uygulanmasının, piyasanın gelişimini hızlandırmanın etkili bir yolu olduğu söylenebilir.

Borç yöneticisinin etkin bir birincil piyasa oluşturmayı hedeflemesindeki temel amaç, borçlanma ihtiyacını düzenli, güvenilir ve mümkün olan en düşük maliyetle karşılama imkanına kavuşmaktır. Borç yöneticisinin etkin bir ikincil piyasa oluşturmak istemesindeki temel amaç ise, birincil piyasa verimliliğini destekleyecek bir çok koşulun ikincil piyasadaki şartlar tarafından belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. Piyasa yapıcılığı sistemi, borç yöneticisinin tüm bu hedeflere ulaşmasını kolaylaştıracak bir uygulamadır. Ancak, sistemin uygulanabilir olup olmadığını tamamen finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi belirlemektedir. Piyasa yapıcılığı sistemini finansal sistemi zayıf bir ülkede oluşturmak, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesi için uygulanmakta olan bu sistemin çöküşü ile sonuçlanabilmekte ve piyasalara olan güveni ciddi anlamda zedeleyebilmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasının başlatılması, bazı ön şartların oluşturulmasını gerektirmektedir.

1.1. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Uygulanması İçin Gereken Ön Şartlar

Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının gelişimi, makroekonomik ve finansal sektör istikrarının sağlanmasını gerektiren dinamik bir süreçtir. Etkin devlet borçlanma senetleri piyasalarının oluşturulabilmesi; güvenilir ve istikrarlı bir hükümet, uygun maliye ve para politikaları, etkin hukuki, yapısal ve vergi uygulamalarının söz konusu olduğu, rekabetçi katılımcıların yer aldığı liberal bir finansal sistem gibi bir takım ön şartların varlığını gerektirmektedir (Developing Government Bond Markets, 2001, s.5). Piyasa yapıcılığı sistemi devlet iç borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesi için uygulanan bir stratejidir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesine katkıda bulunabilmesi için, piyasa gereksinimlerini karşılayacak şekilde oluşturulması gerekmektedir. İç piyasa gereksinimleri ülkeden ülkeye değişebileceğinden, piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması da ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ancak etkin bir piyasa

yapıcılığı sistemi oluşturmak için bazı temel şartların tüm ülke piyasalarında var olması ya da oluşturulması gerekmektedir.

(i) Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanabilmesi için var olması gereken en önemli şartlardan biri, piyasada yeterli sayıda piyasa yapıcı olmasıdır. Aksi takdirde rekabetçi bir ortam sağlanamayacak ve monopolist bir piyasa oluşma olasılığı artacaktır. Rekabetin artması, komisyonların azalması, alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daralması, dolayısıyla ikincil piyasadaki maliyetlerin düşmesi anlamına gelmektedir. Rekabetin ikincil piyasada alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daraltılması üzerinde baskı yaratarak maliyetleri azaltması, devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin dolayısıyla birincil piyasadaki talebin artmasını sağlamaktadır. Ancak, piyasa yapımcıların kârlılıklarını azaltacağından, rekabetin aşırı olması da dezavantajlı olabilmektedir. Böyle bir durum, piyasa yapıcılığı fonksiyonunun getirilerinin yitirilmesine neden olabilmektedir.

Rekabet düzeyini belirleyecek olan optimal piyasa yapıcısı sayısı, ülkelerin içinde bulunduğu koşullara göre belirlenmekte ve ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Örneğin, A.B.D.' de 1960 yılında 18 olan piyasa yapıcısı sayısı, 1988 yılında 46'ya yükselmiş, 1990'dan 2004'e kadar olan dönem içinde bu sayı 23'e düşmüştür. Bu azalıştaki en önemli neden finansal kuruluşlarda meydana gelen konsolidasyondur. Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerde faaliyet göstermekte olan piyasa yapıcı sayısı yer almaktadır.

TABLO 1.1. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ PİYASA YAPICISI SAYISI

	Piyasa Oyuncuları Sayısı	Piyasa Yapıcısı Sayısı		Piyasa Oyuncuları Sayısı	Piyasa Yapıcısı Sayısı
A.B.D.	Mevcut Değil	25	İspanya	146	21
Arjantin	12	12	İtalya	120	16
Brezilya	338	22	Kanada	44	12
Finlandiya	10-20	10	Meksika	20-25	5
Fransa	40 Üzeri	18	Norveç	15	6
Hindistan	18 Banka	18	Portekiz	25	13
İngiltere	Mevcut Değil	17	Singapur	31	11
İrlanda	7	7	Türkiye	51 Banka	10

Kaynak: IMF, 2003

Piyasa yapıcısı sayısının yetersiz olması durumunda rekabetin artırılması için yabancı katılımcıların piyasa yapıcısı olmasına izin verilebilir.

Yabancı yatırımcıların piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi, hem finansal piyasaya daha fazla sermaye girmesini hem de rekabetin artmasını sağlayacaktır. Yabancı yatırımcıların piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi bazı kısıtlamalar getirerek ya da yerel bir varlık kazanmaları sağlanarak gerçekleştirilebilir. Piyasa yapıcılığı tecrübesi olan yabancı katılımcıların bu tecrübelerini sisteme aktarmaları sistemin gelişim sürecinin hızlandırılmasını sağlayabilir.

Ancak, bazı avantajlarına karşın yabancı katılımcıların piyasa yapıcısı olmasına izin verilmesi bir takım riskleri beraberinde getirebilmektedir. Agresif ve tecrübeli yabancı piyasa yapıcıları, diğer piyasa katılımcılarının tecrübesizliğinden faydalanabilmektedirler. Buna ek olarak, yabancı piyasa yapıcılarının denetiminde bazı güçlükler söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, yabancı piyasa yapıcıların piyasadaki ağırlığının artması, piyasanın politik duyarlılığının artmasına da neden olabilmektedir. Yabancı katılımının fazla olması, makroekonomik gelişmelerde meydana gelebilecek bir kötüleşme yabancı katılımcıların piyasadaki hızla çekilmesine neden olabileceğinden, piyasada oynaklığı artırabilmektedir. Bu nedenle yabancı sermaye liberalizasyonu kapsamında devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının yabancı katılımcılara açılması uygulaması, yabancı finansal kuruluşların yurt içi piyasalarda faaliyet gösterme şartları ve uluslararası sermaye akımlarından kaynaklanabilecek risk yönetimi konuları değerlendirilerek başlatılmalıdır. Bazı ülke uygulamalarında, oluşabilecek dezavantajların önlenmesi amacıyla yabancı piyasa katılımcılarına lokal kimlik kazandırılabilen ya da yabancı piyasa katılımcılarının faaliyetleri kısıtlanabilmektedir.

(ii) Piyasa yapıcılığı sisteminin başarılı bir şekilde uygulanması, ikincil piyasada da yeterli sayıda devlet iç borçlanma senetleri yatırımcılarının, yani nihai yatırımcıların olmasını gerektirmektedir. Devletin sosyal güvenlik kurumları, özel kesimin sosyal güvenlik kurumları (bankaların emeklilik vakıfları ya da sandıkları gibi), özel sigorta şirketleri, birtakım özel veya kamu kesimi yardımlaşma sandık ve vakıfları, büyük sanayi ve ticaret şirketleri ve bireysel yatırımcılar nihai yatırımcı kesimini oluşturmaktadırlar.

Farklı vade ve risk tercihleri ile, farklı işlem güdüsüne sahip yatırımcıların varlığı devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesini artıran bir faktördür. Nihai yatırımcıların talep yaratmaları ikincil piyasayı derinleştirmekte, dolayısıyla rekabetçi yapıdaki piyasa yapıcılarının işlem hacmini artırmakta ve kârlılığını desteklemektedir. Piyasanın büyüklüğüne göre, piyasa içerisinde yeterli sayıda katılımcının bulunması ve katılımcı yapısının heterojen bir nitelik göstermesi, sağlıklı bir piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulabilmesi için son derece önemlidir. Piyasa yapıcılarının desteklenmesi amacıyla nihai yatırımcıların (bireysel ve kurumsal yatırımcılar), sosyal sigorta ve güvenlik kurumlarının ikincil piyasa katılımı teşvik edilmelidir. İkincil piyasada, yatırımcı tabanının genişletilmesi, belirli bir gruba olan bağımlılığı azaltacağı gibi risk faktörünün gruplara dağıtılmasını sağlayarak işlem hacmini, dolayısıyla da devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesini artırıcı etki yaratacaktır (Mohanty, 2002, s. 57).

(iii) Devlet borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesini sağlayan en temel faktör, ihracı gerçekleştiren devletin kredibilitesidir. Devletin kredibilitesinin artmasını sağlayan faktörlerden biri ise, borçlanma programının, safi⁴ ve gayri safi⁵ borçlanma projeksiyonları olmak üzere yıllık olarak ilan edilmesidir. Borç yöneticisinin, devlet iç borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasa katılımcılarının ve özellikle de yükümlülükleri gereği yüklü devlet iç borçlanma senetleri portföyüne sahip piyasa yapıcılarının yatırım stratejilerini belirleyebilmeleri amacıyla, orta vade öngörüsü sağlayabilecek, devlet iç borçlanma senetleri ihraç stratejisi belirlemesi gerekmektedir. Düzenli ve öngörülebilir bir ihraç stratejisi, devletin borçlanma politikasında şeffaflığı destekleyen bir faktördür. Borç yöneticisinin açıkladığı projeksiyonlar yıl içindeki gelişmelere göre güncellenmeli ve yapılan değişiklikler konusunda da kamuoyu bilgilendirilmelidir.

⁴ Kamu Sektörünün Safi Borcu, toplam kamu borç stokundan Merkez Bankası net varlıkları, kamu mevduatı, ve İşsizlik Sigortası Fonu net varlıklarının düşülmesi yolu ile hesaplanmaktadır.

⁵ Gayri Safi Kamu Borç Stoku, konsolide bütçe ve diğer kamu sektörü iç ve dış borç stoklarının toplamından elde edilmektedir.

(iv) Piyasa yapıcıların etkin fiyat saptaması yapabilmeleri için devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarının liberalleştirilmesi⁶, yani faiz oranlarının hem birincil hem de ikincil piyasalarda gerçek talep ve arzı yansıtması gerekmektedir. Faiz oranlarının liberalizasyonu ile faiz oranlarının seviyesi, arz ve talebe göre şekillenmektedir. Faiz oranlarının liberalize edilmesi, ikincil piyasada devamlı talep - teklif fiyatı vermekle yükümlü olan piyasa yapıcılarının fiyat saptaması konusunda etkinlik sağlamaları açısından son derece önemlidir.

Faiz oranlarının serbest bırakılması rekabeti artıran bir unsurdur. Artan rekabet, bankaların hem kaynak hem de plasman çeşitliliğini artırarak, bankacılık sektörünün gelişmesini dolayısıyla finansal aktivitenin artmasını sağlamaktadır.

(v) Sağlıklı bir piyasa yapıcılığı sistemi oluşturmak için değerlendirilmesi gereken en önemli konulardan bir tanesi de borç yöneticisinin risk faktörüne karşı tutumudur. Borçlanmanın gelecekteki maliyetini enflasyon, reel faiz oranları ve risk primi belirlemektedir. Borç yöneticileri ile yatırımcılar için farklı risk tercihleri oluşabilmektedir. Borç yöneticilerinin ihraç stratejilerini tüm piyasa koşullarını değerlendirerek oluşturmaları, bütün piyasa katılımcılarının özellikle devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının gelişimini destekleyecek nitelikte yükümlülük altına giren piyasa yapıcıların üstlendiği risk priminin asgariye indirilmesi açısından önem taşımaktadır. Borç yöneticisi ihraç stratejisini yatırımcılara risk yönetimi imkanı sağlamak üzere, ihraç stratejisini farklı tipte ve farklı vadede devlet iç borçlanma senetleri enstrümanlarını içerecek şekilde oluşturmalı ve ölçüt kıymet⁷ belirlemelidir. Bu tip bir yaklaşım, piyasa yapıcıların risk yönetimi imkanının artmasına olanak tanımaktadır. Diğer taraftan, devlet iç borçlanma senetlerinin tiplerinin ve vadelerinin piyasa talebini karşılayacak şekilde belirlenmesi, ihracın daha başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. Özellikle, türev enstrümanların gelişmediği piyasalarda sabit getirili kıymetler için riskten korunmak oldukça zorlaşmaktadır. Değişken faizli

⁶ Türkiye'de, faiz oranları 1 Temmuz 1981'de serbest bırakılmış ve reel faiz politikası izlenmeye başlanmıştır. Böylece, piyasa kurallarının geçerliliği hedef alınmış ve bankalar faiz oranı riskine açık faaliyet göstermeye başlamışlardır.

⁷ Ölçüt kıymet (Benchmark), piyasada yeterince likiditeye sahip, ihraç eden kurum tarafından bu özelliğinin devam ettirilmesi söz konusu olan ve piyasada benzer ihraçlar için bir referans teşkil eden kıymetlerdir.

devlet iç borçlanma senetleri, faiz oranı riski düşünülerek tasarlanmış bir borçlanma enstrümanıdır. Devletin finansman riski dikkate alındığında, borç stokunun neden büyük oranda değişken faizli kıymetlerden oluştuğu anlaşılmaktadır.

(vi) Borç yöneticisi, piyasa yapıcılığı sistemini destekleyerek piyasa kaynaklı satış hasılasını artırmayı hedeflemektedir. Borç yöneticisi, rekabetçi bir piyasa yapısı oluşturabilmek için birincil ve ikincil piyasa aktivitelerinin artırılmasını teşvik etmelidir. Bu bağlamda piyasa yapıcılar, devlet iç borçlanma senetlerinin satışını artıran müşteriden çok, daha iyi fiyat saptama ve daha etkin dağıtım gerçekleştirilebilmesi için piyasaya ek likidite ve şeffaflık getiren finansal araçlar ya da devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının kurucuları olarak görülmelidirler. Bu amaçla borç yöneticisinin hem birincil piyasa hem de ikincil piyasanın gelişiminin sorumluluğunu üstlenmesi, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasını destekleyen bir unsurdur.

Birincil piyasa söz konusu olduğunda piyasa yapıcıların desteklenmesi amacıyla, bazı gelişmekte olan piyasalarda, piyasa yapıcılığı sisteminin yerleştirilmeye çalışıldığı başlangıç aşamasında borç yöneticileri, devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara doğrudan satışlarını kısıtlayabilmekte ya da tamamen durdurarak piyasaya doğrudan müdahale etmekten kaçınabilmektedirler. Böylece, piyasa yapıcıların devlet iç borçlanma senetlerinin el değiştirmesi konusunda borç yöneticisi ile rekabete girmeyecekleri güvence altına alınmış olmaktadır. Borç yöneticisinin birincil ve ikincil piyasaların gelişimini desteklemesi, piyasa yapıcılığı sisteminin daha sağlam temeller üzerine kurulmasını ve devlet iç borçlanma senetleri piyasasında istenilen seviyeye daha hızlı ulaşılmasını sağlayacaktır.

İkincil piyasanın desteklenmesi söz konusu olduğunda, devlet iç borçlanma senetlerinin pazarlamasına ilişkin olarak, etkin pazarlama yöntemlerinin tercih edilmesi üzerinde önemle durulması gerekmektedir. Devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç edilmesinde en çok kullanılan teknik, ihale yöntemidir. İhraç edilecek kıymete ilişkin etkin fiyat saptamasına olanak tanıyan ihale sistemi, birincil piyasada devlet iç borçlanma senetleri dağıtımının gerçekleştirilmesini sağlayan merkezi bir mekanizmadır. İhale

sistemindeki fiyat ya da dağıtım mekanizmasına ilişkin eksiklikler, hem birincil piyasanın hem de ikincil piyasanın tüm aşamalarının olumsuz etkilenmesine neden olacağından, etkin bir ihale sisteminin oluşturulması devlet iç borçlanma senetleri piyasasının verimliliğini artıracaktır.

Fiyat saptamasının gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla, tek fiyat⁸ ve çoklu fiyat⁹ olmak üzere iki tür ihale yöntemi mevcuttur. İhale sisteminde etkinliğin sağlanması açısından uygun ihale yönteminin saptanması oldukça önemlidir. Özellikle piyasalarda faiz dalgalanmalarının yüksek olduğu dönemlerde tek fiyat ihalesi, ihalede oluşacak en yüksek faizi garanti ettiği için, yatırımcılar daha güvenli teklif verebilmektedirler (Demir, 2004, s.28). Tek fiyat ihalesi, piyasa yapıcılarının talep karteli oluşturma eğilimine karşı duyarlı bir yöntem iken, çoklu fiyat ihalesi, ihale katılımcıları arasında rekabeti artıran bir yöntemdir.

İhale yönteminin, devlet iç borçlanma senetleri talep eğrisini etkileyeceği görüşü tartışma konusudur. Belirlenmiş miktarda çoklu fiyat ihalesi, talep eğrisini aşağı ve sağa doğru kaydıracaktır. Bu durumda teklifte bulunanlar daha tedbirli olacaklardır, Çünkü çoklu fiyat ihalesinde ihaleyi yüksek fiyattan kazananlar, ihalede oluşan fiyatlamaların saptanan marjinal fiyatın altında belirlenmesi durumunda sermaye kaybıyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum “kazananın bedduası”¹⁰ olarak bilinmektedir. Kazananın bedduası, fiyat dalgalanmalarının yüksek olduğu yükselen piyasalarda ciddi problemlere neden olabilmektedir. Kazananın bedduası tek fiyat ihalelerinde söz konusu olmamaktadır. Tek fiyat ihalesinde belirsizlik minimize edilmekte, daha geniş katılım cesaretlendirilmektedir. Bütün şartlar eşittir, böylece katılımcı tedirgin olmadan verebileceği maksimum fiyatı teklif etmektedir.

Bu bağlamda borç yöneticisi, piyasa şartlarını iyi analiz etmeli ve pazarlama yöntemini piyasa şartları doğrultusunda belirlemelidir. Çünkü,

⁸ Tek fiyat ihalesinde, ihaleye gelen teklifler arasında borçlanma maliyetini minimize eden bir fiyatın saptanması söz konusudur. Bu fiyattan daha yüksek fiyattan teklif gönderen tüm katılımcıların almak istedikleri senet tutarı, borç yöneticisinin belirlediği tek fiyattan hesap edilir.

⁹ Çoklu fiyat ihalesinde, ihaleye gelen tüm teklifler içerisinde bir optimum faiz oranı belirlenmektedir. Optimum faiz oranından daha düşük faizden teklif gönderen tüm katılımcılar, kendi teklif ettikleri faiz oranı ya da fiyattan senet almaya hak kazanmaktadırlar.

¹⁰ Kazananın bedduası: Devlet iç borçlanma senetleri için verilen tekliflerin içerisinde en yüksek teklifte bulunan muhtemelen kıymetin gerçek değerinden daha fazla fiyat ödemiş olacaktır.

ihale yöntemi hem borçlanma maliyeti hem de piyasa yapımcılarının birincil piyasa maliyetini belirlemektedir.

Para piyasası, repo piyasası ve piyasa katılımcılarının yeni ihale için fiyatlar hakkında bilgi edinebileceği “gri piyasa”¹¹, başarılı ihale sürecinin oluşturulmasına destek sağlamaktadır.

Borç yöneticileri devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasasının geliştirilmesi amacıyla ölçüt kıymet getiri eğrisi oluşturulabilmesine olanak tanıyacak çeşitli vadelerde likiditesi yüksek ölçüt kıymet ihraçları gerçekleştirmelidir. Bu strateji bir anlamda, borç yöneticisinin kıymetlerin likiditesini artırma çabasını oluşturmaktadır. “TAP”¹² satış imkanı, bazı kıymetler için “ikinci tur satış imkanı” ya da geri alım ihalesi stratejilerinin her biri, devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasası likiditesini artırmaya yönelik stratejilerdir (Developing Government Bond Markets, 2001, s.133-135). Ayrıca, repo piyasasının gelişmişlik düzeyi, devlet iç borçlanma senetleri talebini etkileyen en önemli faktörlerden biridir.

(vii) Piyasa yapıcılığı sisteminin başarılı olabilmesi için hem birincil hem de ikincil piyasada sağlanması gereken iki önemli yapısal faktör bulunmaktadır.

Piyasa yapıcılığı sisteminin başarısını destekleyen faktörlerden biri, devlet iç borçlanma senetleri piyasaları likiditesinin yeterliliğidir. Aslında borç yöneticisinin birincil ve ikincil piyasaların desteklenmesine yönelik olarak uyguladığı bütün stratejiler temelde devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının likiditesini artırmaya yönelik faaliyetlerdir. Diğer taraftan, piyasa yapımcılarının hem birincil piyasadaki borçlanma maliyetini belirlemesi hem de ikincil piyasadaki kâr marjını belirleyen bir faktör olması nedeniyle devlet iç borçlanma senetleri piyasası likidite yeterliliği, piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanma sürecinde var olması ya da oluşturulması gereken bir ön şart olarak değerlendirilmektedir.

¹¹ Gri piyasa: İhalesi yapılacak devlet iç borçlanma senetlerinin ihale öncesinde potansiyel katılımcılar tarafından alınıp satıldığı piyasadır. (Şen, 2004, s.13)

¹² TAP (Musluk Sistemi): Bütçe finansmanında kullanılan dört (ihale, Tap Sistemi, Doğrudan Satış ve Halka Arz) devlet iç borçlanma senedi ihraç yönteminden biridir. İhale dışı, sürekli satış yöntemidir. Bu sistemde borç yöneticisi, piyasa yapımcılarının istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli değişken faizli tahvilleri merkez bankasında depolamaktadır. Borç yöneticisi “TAP” satışlarını devlet iç borçlanma senetlerinin belirlenen o günkü (fiyatlardan/faiz oranlarından) yapmaktadır.

Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının likiditesi derinlik, ivedilik ve işlem maliyeti olmak üzere üç farklı unsurdan oluşmaktadır. Derinlik, kıymetlerin alım - satım hacmi, ivedilik alım - satım işlemlerinin hızı, işlem maliyeti ise aktif alım -satımlardan kaynaklanan ve risk primini kapsayan ek değerler niteliğindeki aracılık maliyetleridir. Derin bir piyasa küçük ve geçici dengesizliklerin neden olduğu aşırı fiyat hareketlerini önlemekte, böylece piyasanın istikrarı artmaktadır. Ters fiyat hareketlerinin söz konusu olduğu durumlarda işlemlerdeki ivedilik, alım - satım işlemlerinin gecikmesi haline kıyasla yatırıma maliyet eklenmesini önlemektedir. Yüksek aracılık maliyetlerinin söz konusu olması, aktif alım - satımları olumsuz etkilemekte ve devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin zayıflamasına neden olmaktadır.

Devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin zayıf olması, piyasa yapıcılarının faaliyetlerinden elde edecekleri faydaların azalmasına neden olmakta, bu da piyasa yapıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmelerini güçleştirmektedir. Piyasa yapıcıları yükümlülükleri gereği bilançolarında yüksek miktarda devlet iç borçlanma senetleri bulundurmaktadırlar. Özellikle iç veya dış piyasa dalgalanmalarının yüksek olduğu durumlarda devlet iç borçlanma senetlerinin nakde çevrilme maliyetinin yüksek olması ya da hiç çevrilememesi, piyasa yapıcılarının ciddi kayıplara uğramasına yol açabilmektedir. Bu bağlamda, mali piyasalardaki kullanılabilir fon seviyesi büyük önem taşımakta ve ihtiyaç duyulması halinde piyasa yapıcılarında fon temin edebilme imkanının sağlanması, sistemin çöküşünü engelleyici nitelikte kritik bir destek mekanizmasıdır.

Likidite yönetimi, borç düzeyi yüksek, iç piyasaları yeterince derin ve likit olmayan gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşımaktadır. Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının likiditesinin yüksek olması katılımcıların yüksek fiyat farkına maruz kalmadan hızlı bir şekilde pozisyon alabilmelerini sağlar. Büyük işlem hacmi ve yoğun rekabet ortamının oluşturulmasına ek olarak piyasa yapıcılar arasında şeffaflığın artması, devlet iç borçlanma senetleri piyasası için alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daraltılmasına imkan tanımaktadır.

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 oranında tutulması, döviz cinsi borçlanmanın toplam 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 (Pehlivan, 2005).

Ayrıca, piyasa yapıcılığı sisteminin etkin işleyişinin sağlanması açısından likidite akışını aksaksız sağlayacak bir elektronik ödemeler sisteminin yapılandırılması gerekmektedir. Buna ek olarak, sistem içerisinde gerçekleşen tüm işlemlerin ifasının garanti altında olması oldukça önemlidir. Fon akışının kolay ve düşük maliyetli sağlandığı sistemlerin oluşturulması, borcun çevrilmesi için gerekli olan fonun ihtiyaç duyulduğu an edinilebilmesinde önemli rol oynamaktadır.

(viii) Son yıllarda uluslararası finans piyasalarında meydana gelen krizlerin pek çoğunda etkin risk yönetiminin bulunmayışı, krizlerin ortaya çıkmasının değil ancak boyutlarının büyümesinin nedeni olarak görülebilir. Bu bağlamda, sistematik¹³ ve sistematik olmayan risklerin¹⁴ etkin olarak, bir sistem dahilinde ölçülmesi ve özellikle yüklü devlet iç borçlanma senetleri portföyü bulunan piyasa yapımcılarının buna yönelik tedbirler alması gerekmektedir. Sistematik risklerin türev piyasalarda karşı tarafa transferi ile bu risklerden korunulması söz konusu olabilmektedir (Mandacı, 2002, s.73).

Dalgalı kur rejimi, faiz oranlarındaki istikrarsızlık ve enflasyonist baskılar finansal piyasaların ve hatta sermaye piyasalarının öngörülebilirliğini ciddi biçimde azaltmaktadır. Bu durum, tüm piyasa katılımcılarının özellikle

¹³ Sistematik risk (piyasa riski); ekonomik, politik ve sosyal durum vb. çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanıp, bütün finansal kurumları aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen risklerdir. Piyasa riski çoğunlukla likidite riski ile bütünleşmektedir. Bu durumda banka mevcut pozisyonunu piyasanın yeteri kadar derin olmaması nedeniyle değiştirememektedir. Bu nedenle, bankalar piyasa ve likidite riskini aynı tür araçlarla yönetmektedirler. Bankalar, çeşitli piyasa riski faktörlerinin varlıkların fiyat ve değerlerini nasıl etkilediğini hesaplayabilmektedirler. Sistematik riskler, yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile değiştirilememekte ya da ortadan kaldırılamamaktadır.

¹⁴ Sistematik olmayan riskler; sadece bir finansal kurumu etkileyen, diğer finansal kurumları etkilemeyen, finansal varlıkların bireysel ya da sektörel olarak sahip oldukları risklerdir.

de yükümlülükleri gereği diğer piyasa katılımcılarına kıyasla daha fazla risk üstlenen piyasa yapımcılarının riskten korunma gerekliliğini artırmaktadır. Bu bağlamda, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasının etkinleştirilmesini sağlayan en önemli unsurlardan bir tanesi vadeli işlemler piyasasının geliştirilmesidir. Vadeli işlemler piyasasının geliştirilmesi, yüklü devlet iç borçlanma senetleri pozisyonuna sahip piyasa yapımcılarının daha etkin risk yönetimi yapmalarına olanak tanıyacak ve karlılıklarının artmasına katkıda bulunacaktır. Vadeli işlem anlaşmalarına konu olacak olan türev enstrümanların kullanımı konusunda piyasa katılımcılarının yeterli bilgiye sahip olmaları gerekmektedir. Çünkü türev enstrümanların doğru kullanılmaması finansal kayıpları artırabilmektedir.

Türev enstrümanlar, piyasa yapımcıların piyasa yapıcılığı faaliyetleri nedeniyle bilanço yönetiminde maruz kaldıkları faiz oranı riskinden korunmalarını sağlamaktadır. Yüklü devlet iç borçlanma senetleri portföyü taşıyan piyasa yapımcılarının, bilançolarındaki varlık ve yükümlülük dengesi ile bu dengenin üstlendikleri faiz riskine olan etkileri üzerinde önemle durmaları gerekmektedir. Örneğin, getiride meydana gelebilecek ani bir yukarı hareket riskinin etkisi, henüz realize olmamış kazançların ve / veya kazançlar dışındaki belli karşılıkların gelecekte hangi değer kaybını karşılayacağıının, belirlenmesi piyasa yapımcılarının riske olan duyarlılıklarının belirlenmesi açısından son derece önemlidir.

Vadeli işlem piyasalarında yapılan riskten korunma işlemleriyle piyasa yapımcılarının yükümlülüklerinin yerine getirilmesinden kaynaklanan devlet iç borçlanma senetleri stoku riskinin azaltılmasına imkan tanınmaktadır. Piyasa yapıcısı, faiz riski yerine baz risk¹⁵ üstlenmiş olmaktadır. Vadeli işlem piyasaları, spot piyasada ortaya çıkan risklerin ortadan kaldırılması veya yönetilmesi ile olası fiyat dalgalanmalarına karşı koruma sağlamaktadır.

(ix) Piyasa yapıcılığı sisteminin başarı ile uygulanmasını destekleyecek bir diğer önemli faktör, söz konusu sistemin şeffaf bir süreçte

¹⁵ Baz Risk: Vadeli işlemlere konu olan ürünün vadeli işlem fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki farktan kaynaklanan risktir.

oturtulması gerekliliğidir. Sistem uygulamasına şeffaf bir nitelik kazandırılması sisteme olan güveni artıracaktır. Şeffaflık sağlamanın bir yolu ihale sonuçlarının açık ve net bir şekilde kamuoyuna açıklanması ile gerçekleştirilebilir. Kabul edilen minimum fiyat, ihraç edilen miktar, ihalede oluşan ortalama fiyat gibi ihale sonuçlarına ilişkin bilgilerin açıklanması devlet iç borçlanma senetleri birincil piyasasına ilişkin belirsizlikleri azaltan ve daha da önemlisi katılımı teşvik eden ve piyasanın güvenini artıran stratejilerdir.

Uygulamada şeffaflığın sağlanmasının bir diğer yolu da piyasa yapımcılarının seçilme kriterlerinin olabildiğince şeffaf olması konusudur. Böylece hem piyasa yapımcıları yükümlülüklerini daha disiplinli yürütebilir hem de diğer piyasa katılımcıları piyasa yapıcı olabilmek için yerine getirilmesi kriterlerin bilincinde olur.

Piyasanın etkinliğini sürdürmek açısından denetim mekanizması kapsamında seçilme kriterlerinin düzenli olarak gözden geçirilmesi ve gerekirse piyasa şartlarına uygun bir şekilde revize edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yapıcısı seçilme kriterleri, genellikle kuruluşların piyasa yapıcısı olarak yüklendikleri görevleri yerine getirmelerini sağlayacak şekilde belirlenmektedir. Piyasa yapıcılığı görevini üstlenecek araçların bu görevi başarıyla sürdürebilmeleri için bir takım asgari şartları sağlamaları gerekmektedir. Piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinin sağlam oluşturulması uygulamanın başarıya ulaşmasını sağlayan en temel faktörlerden bir tanesidir. Bu çerçeve, piyasa yapımcılarının seçimlerinden denetimlerine geniş bir süreci içermektedir.

1.1.1. Piyasa Yapıcıları İçin Yeterlilik Kriterleri

Piyasa yapıcısı seçiminde, sermaye yeterlilik rasyosu ile ölçülen sağlam finansal yapı, çalışanların yeterliliği, teknik kapasite, işlem hacmi esas alınarak ölçülen aktif piyasa katılımı, borç yöneticilerine bilgi sağlamak için istek olmak gibi bir takım kriterler göz önünde bulundurulmaktadır. Belirlenen kriterler piyasa şartlarının gelişimine göre revize edilmelidir.

1.1.1.1. Finansal Kapasite

Piyasa yapıcısı olabilmek için öngörülen finansal kapasite yeterliliği, piyasa yapıcısının kendi fonlarına veya net sermayesine ilişkin olarak belirlenen minimum standarttır. Piyasa yapıcısı adayın sermayesi, taahhütlerini karşılayacak ve piyasadaki rekabet gücünü artıracak nitelikte olmalıdır. Sermayenin niteliği, kuruluşun taşıdığı risk ve finansal kaldıraç oranı¹⁶ ile ölçülmektedir. Sermaye gücünün ölçümünde, sermayenin kompozisyonu, kuruluş faaliyetlerinin yapısı ve çeşitliliği, taşıdığı risk ve risk kontrolü yöntemlerinin niteliği değerlendirilmektedir. Finansal kapasite yeterliliği, piyasa yapıcı seçilme kriterlerinin en başında gelir. Çünkü, çift taraflı kotasyon verme yükümlülüğü piyasa yapıcılarını faiz riskine maruz bırakabilmektedir. Yeterli finansal kapasiteye sahip olmak, bu riski asgariye indirmek anlamına gelmektedir. Bazı ülkelerde, risk düzeyinin azaltılmasını sağlayabilmek için ek kriterler söz konusu olabilmektedir. Bu bağlamda devlet iç borçlanma senetleri piyasasına tahsis edilmiş sermayenin farklı herhangi bir faaliyet için kullanılmaması, kanuni veya tedbiri nedenlerle yardımcı sermaye tahsis edilmesi söz konusu olabilmektedir. Piyasa yapıcısının devlet iç borçlanma senetleri piyasaları işlemleri için sermayesinin yetersiz olması durumunda veya yükümlülüklerini yerine getirememesi gibi bir olasılığın söz konusu olması halinde piyasa yapıcılığı faaliyetlerinin desteklenebilmesi için söz konusu aracından başka bir banka nezdinde kıymet bulundurması da istenebilmektedir.

Faiz riski nedeniyle sermaye yeterliliğine ilişkin şartlar, piyasa yapıcılığı sistemine güven sağlanması açısından oldukça önemlidir. Bazı ülkelerde, sermaye yeterliliği kriterini desteklemek için uygulanabilecek bir diğer şart ise piyasa yapıcısının bir başka banka ya da finansal kurumdan edinmesi gereken garanti mektubudur (Mcconnachie, 1996, s.10).

¹⁶ Finansal kaldıraç oranı, kuruluşların faaliyetlerinin ne kadarını borçlanarak finanse ettiğini göstermektedir.

1.1.1.2. İdari Kapasite

İdari kapasite şartı, güçlü bir yönetim ekibiyle birlikte konusunda uzman kadrodan oluşan bir takımın kurulması gerekliliğini vurgulamaktadır. Piyasa yapımcıların işlemlerini verimli bir şekilde, zamanında gerçekleştirebilecek bir performans sergilemeleri ve işlemleri sürekli olarak kontrol altında tutabilecek bir yönetim ve denetim mekanizmasına sahip olmaları gerekmektedir. Sistemin sağlıklı bir şekilde işleyip işlemediği, herhangi bir alanda risk oluşup oluşmadığı gibi hususlar dikkatle takip edilmelidir. Borç yöneticileri, piyasa yapımcılarının güçlü bir yönetim kadrosunun, devlet iç borçlanma senetleri işlemlerini gerçekleştirecek uzman çalışanlarının ve etkin arka – ofis¹⁷ operasyon biriminin varlığı ya da oluşturulması üzerinde önemle durmaktadır. Bazı ülkeler söz konusu şartların, piyasa yapımcısı seçilmeden önce ispatlanmasını talep etmektedirler.

1.1.1.3. Piyasa Tecrübesi

Bu kriter, bazı ülkelerde pazar payı, bazı ülkelerde ise piyasadaki devamlılık baz alınarak değerlendirilmektedir. Piyasa yapımcılarının, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarında geçmişe dönük performansları yeterlilik kriteri olarak değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Piyasa yapımcısı adaylarının geçmişe dönük olarak birincil piyasadaki ihale katılımları, ikincil piyasadaki işlem hacimleri-müşteri portföyleri ve yeni enstrüman satışındaki başarıları değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır. İhalelere olan katılım talep edilen miktar olarak değil, kazanılan miktar olarak değerlendirilmelidir. İşlem hacmi ağırlığı ölçüt kıymet üzerine dayandırılmalıdır. Ölçüt kıymetler dışında kalan diğer tüm kıymetlere dayalı işlemlerin ağırlığı daha az olmak üzere kriter olarak değerlendirilebilir.

Borç yöneticisi, piyasa yapımcılarının yeterliliğe ilişkin performanslarını değerlendirirken, özellikle de sistem uygulamasının ilk safhalarında, değerlendirmeyi ne çok sık ne de çok erken yapmalıdır. Ancak, söz konusu

¹⁷ Arka ofis, borçların kaydedilmesi, ödenmesi, muhasebeleştirilmesi ve güncellemesinden sorumlu olmalıdır. Arka ofisin belli başlı görevleri; borçlanma ile ilgili işlemleri uygun bir şekilde kaydetmek, bunlara ilişkin ödemeleri yapmak, borç projeksiyonlarını kaydederek gerekli tabloları hazırlamak ve bunları tek bir veri tablosunda toplamak ve hazırlanan tabloların koordinasyonunu gerçekleştirmek olarak özetlenebilir (Ateş, 2002, s.18).

değerlendirmenin güvenilirliğinin sağlanması açısından çok da seyrek olmaması gerekmektedir.

1.1.2. Denetim

Piyasa yapımcılarının sözleşme şartlarını yerine getirip getirmediğilerinin denetlenmesi konusu, sistemin güvenilirliği ve başarısı açısından son derece önemlidir. Denetimin gerçekleştirilebilmesi için bir çok ülkede piyasa yapımcılarının menkul değerler borsasının üyeleri olmaları ve borsanın raporlama düzenini takip etmeleri gerekmektedir. Ancak, makroekonomik politika gereği ya da devletin finansman ihtiyacının tamamının piyasa tarafından karşılanması amacıyla, devlet iç borçlanma senetleri piyasası için özel düzenlemeler de yapılabilmektedir. Bu düzenlemelere ilişkin olarak menkul değerler borsası dışında gerçekleştirilen işlemlerde herhangi bir güvence söz konusu olmamaktadır.

Denetim mekanizması gereği otoriteler, sistemi tehlikeye sokabilecek bir risk oluşması halinde piyasa yapıcısına ait sözleşmeyi askıya alabilmekte hatta tamamen feshedebilmektedirler. Ayrıca, denetim sürecinin sadece otoritelerin değil, tüm piyasanın bilgilendirilmesini sağlayacak bir yapıda oluşturulması sistemin şeffaflığının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Denetim, her ülkenin içinde bulunduğu şartlara göre oluşturulması gereken bir mekanizmadır. Ancak, temel bazı düzenlemelerin tüm ülke uygulamalarında var olması gerekmektedir. Aşağıda belirtilen bu şartlar denetim sürecinde bulunması gereken yapısal zorunluluklardır.

1.1.2.1. Denetimin Kapsamının Belirlenmesi

Denetim mekanizmasının temel dayanağını raporlama oluşturmaktadır. Raporlama, içerdiği bilginin türüne, raporlama periyotlarına ve kapsamına göre ülkeden ülkeye değişmektedir. Sistemin kredibilitesi açısından raporlamanın kapsamı oldukça önemlidir, bu nedenle piyasa yapımcılarının otoritelere yeterli bilgi sunmaları gerekmektedir. Raporlama kapsamında fiyat ve hacmi kapsayan operasyonel bilgilerin bulunması, şeffaflığın sağlanması ve sürdürülmesi açısından son derece kritiktir.

Otoritelerin göz önünde bulundurması gereken en önemli konu, piyasa yapıcılığı sisteminin başarısızlığının sonuçlarıdır. Bu bağlamda otoritelerin, söz konusu riski asgariye indirmek için alınması gereken tedbirlerin kapsamını çok iyi belirlemesi gerekmektedir. Denetim mekanizmasının temel amacı, piyasa yapıcılarının finansal faaliyetlerinden kaynaklanabilecek ve sistemi tehlikeye sokabilecek risk unsurlarının oluşmasını engellemektir. Bu amaçla, piyasa yapıcılarının kurum bazında, ihraç edilmiş senetlerdeki portföyleri ve buna ek olarak bilanço yapıları, risk yönetim kapasiteleri ve teknikleri, ikincil piyasa işlemleri denetime tabi tutulabilir.

Denetim konusunda göz önünde bulundurulması gereken bir diğer faktör, piyasa yapıcıların devlet iç borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesine katkı sağlayacak yeni enstrüman ve işlem stratejisi geliştirme performanslarının otoriteler tarafından değerlendirmeye tabi tutulmasıdır. Ancak, söz konusu faaliyetlerin hiç bir şekilde piyasa yapıcıların asli görevlerinin önüne geçmemesi, denetim kapsamı içerisinde göz önünde bulundurulması gereken önemli bir konudur.

1.1.2.2. Denetim Otoritesinin Belirlenmesi

Otoritelerin, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasının başlangıcından itibaren denetim yetkisinin hangi kurumda olduğunu açıkça belirtmesi ve bu konuda herhangi bir çelişkiye meydan verilmemesi gerekmektedir. Denetim için merkez bankası ve borç yöneticisi olmak üzere iki alternatif söz konusudur. Genel kabul gören uygulama birincil piyasanın maliye bakanlığı, ikincil piyasanın ise, devlet iç borçlanma senetleri kaynaklı gerçekleştirilen para politikası operasyonları gereği merkez bankası sorumluluğunda olmasıdır. Piyasa yapıcılarının denetiminden sorumlu olan kurum, ülkeden ülkeye değişmektedir. Denetim ya merkez bankası (örn. Norveç, Singapur) ya da hazine / maliye bakanlığı (örn. Fransa, Arjantin) tarafından gerçekleştirilmektedir. Ancak bazı ülkelerde (örn. A.B.D., Meksika) denetim hem merkez bankası hem de maliye bakanlığı tarafından yapılmaktadır. İngiltere'de ise denetim, Maliye Bakanlığı bünyesinde kurulmuş olan Borç Yönetimi Ofisi (DMO) ve Finansal Hizmetler Kurumu (FSA) tarafından

gerçekleştirilmektedir. Diğer taraftan, merkez bankasının bu görevi üstlenmesi aynı zamanda devlet iç borçlanma senetleri kullanarak para piyasası operasyonlarını yürütmek zorunda kalması anlamına gelmektedir. Bu durumda, merkez bankası bünyesinde denetim görevini yürüten birimle ile, para piyasaları birimi arasındaki bilgi alış verişi konusundaki kuralların ve sınırların açıkça belirlenmesi gerekmektedir. Bir diğer alternatif, merkez bankasının devlet borçlanma senetlerinin ihracı için borç yöneticisinin mali ajanlık görevini üstlenmesidir.

TABLO 1.2. PİYASA YAPICILARININ ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ DENETİM OTORİTELERİ

	Arjantin	Brezilya	Kanada	Finlandiya	Fransa	Hindistan	İrlanda	İtalya	Meksika	Norveç	Portekiz	Singapur	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Merkez Bankası		X	X			X			X	X		X			X
Maliye Bakanlığı	X		X		X			X	X				X	X	X
Diğer			Dealer Yatırım Birliği	Hazine		Sermaye Piyasası Kurulu	Hazine/ Menkul Kıymetler Borsası				Devlet Borç Dairesi			Finansal Hizmetler Kurumu (FSA)	

Kaynak: IMF, 2003

Denetim için ayrı bir kurum oluşturulması halinde, kurumda derin piyasa bilgisine sahip ve piyasa yapıcılığı sistemine hakim güçlü bir alt yapının oluşturulması oldukça önemlidir. Denetim konusunda borç yöneticisinin önemle üzerinde durması gereken bir diğer konu, piyasa yapımcıların denetim için sundukları bilgilerin operasyonel açıdan kendilerine bir dezavantaj sağlamamasıdır.

1.1.2.3. Uygulama Şartları

Piyasa yapımcıların raporlama sıklığı piyasa şartlarına göre belirlenmelidir. Raporlama, günlük ya da haftalık olabileceği gibi aylık, altı aylık veya yıllık bazlı da olabilmektedir. İngiltere, A.B.D., Meksika ve Brezilya'da piyasa yapımcıları yılda iki kez denetlenmektedirler. İspanya, Yeni Zelanda ve Norveç ise piyasa yapımcılarını yılda bir kere denetlenmektedirler.

Raporlamaların değerlendirilmesinde, banka ya da aracı kurum olmasına bakılmaksızın devlet iç borçlanma senedi işlemi gerçekleştiren bütün finansal kuruluşların risk ağırlıklandırma yöntemleri ve faaliyetlerine

ilişkin düzenleme şartları aynı olmalıdır. Raporlamaların kritik noktalarından biri piyasa yapıcılarının, müşteri portföyünü kendi varlıklarından ayırmaları ve doğrudan veya dolaylı yöntemlerle müşteri portföyünü kendi yükümlülüklerini karşılamak için kullanmamaları gerekliliğidir.

Uygulama şartları konusundaki en önemli faktör, tüm uygulama şartlarının ve denetim mekanizmasının piyasa yapıcılarının tamamı için adil olarak gerçekleştirilmesidir.

İyi bir denetimin, finansal kurumun sermayesine göre kendisi için tehlikeli olabilecek yükümlülükler altına girmesini zamanında ve ustalıkla önleme ehliyetine sahip olması gerekmektedir. Ancak, sistematik olmayan riskler dışında sistematik riskler nedeniyle her zaman bir takım riskleri önlemek mümkün olmayabilmektedir. Bu şartlar altında denetim mekanizmasının görevi, sistemin bu durumu mümkün olan en az zararla atlatmasını sağlamaktır.

Etkin bir denetim, hem muvazaa riskinin hem de piyasa yapıcılar için oluşabilecek piyasa kaynaklı risklerin önlenmesi açısından oldukça önemlidir. Ancak, denetim mekanizmasındaki etkinlik sistemin başarısını garanti etmemektedir.

Sonuç olarak, piyasa yapıcılığı sisteminin çerçevesi oluşturulurken, yani ayrıcalık ve yükümlülükler belirlenirken gözetilmesi gereken faktör, piyasa yapıcılarının kârlılıklarının desteklenmesidir. Aksi takdirde bu statü katılımcılar için dezavantajlı bir konum haline gelecektir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin başarıyla uygulanması için öncelikle sistemin uygun bir şekilde yapılandırılmasına ilişkin ön şartların oluşturulması ardından piyasa yapıcılarına sağlanacak ayrıcalıklar ile yükümlülüklerin dengeli bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde sistemin yükümlülükleri ayrıcalıklarını (ya da ayrıcalıkları yükümlülüklerini) karşılayamayacak sağlıksız bir sistemin uygulamaya konması söz konusu olabilecektir.

İçinde bulunulan makroekonomik şartlar ve finansal koşulların ülkeden ülkeye değişmesi nedeniyle, piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin olarak belirlenen yükümlülük ve ayrıcalıklarında ülkeden ülkeye değişiklik gösterdiği gözlenmektedir.

Aşağıda, uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemlerinin oluşturulma amaçlarına yönelik olarak belirlenmiş olan yükümlülükler ve ayrıcalıklar yer almaktadır.

1.2. Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri

1.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

Piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasındaki temel beklenti, ihale yöntemi ile birincil piyasada ihracı gerçekleştirilen devlet iç borçlanma senetlerine talep yaratılmasıdır. IMF tarafından 2003 yılında gerçekleştirilen ankette piyasa yapıcılığı sistemi uygulayan 29 ülkeden 23'ünde piyasa yapıcılara ihale katılım yükümlüğü getirildiği görülmektedir. Ancak, bu uygulama ülke ihtiyaçlarına göre değişebilmektedir. Örneğin, A.B.D.'de piyasa yapıcılardan devlet iç borçlanma senetlerinin ihracında talepte bulunmaları beklendiği belirtilmekte, ancak bu beklenti bir sözleşmeye dayandırılmamaktadır. Hindistan'da piyasa yapıcılar için minimum talep yükümlülüğü belirlenmiş ve buna ek olarak hem bono hem de tahviller için minimum başarı oranı saptanmıştır.

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 işlem yükümlülüğü zaten ihalelerden belirli miktarda alım yapmayı gerektirmektedir. Portekiz'de normal piyasa şartları altında piyasa yapıcılarının 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.

1.2.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

Piyasa yapımcılarının ikincil piyasaya yönelik olarak belki de en önemli yükümlülüğü, devlet iç borçlanma senetleri piyasasının likiditesini artırmaya yönelik olarak uygulanmakta olan, sürekli olarak yani kesintisiz alım - satım kotasyonu verme yükümlülüğüdür. Piyasa yapımcıları, çift yönlü kotasyon verme yükümlülüklerini, borç yöneticisi tarafından belirlenen alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık dahilinde, genel olarak ölçüt kıymetler için yerine getirmektedirler. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde borç yöneticilerinin önemle üzerinde durması gereken konu, bu yükümlülüğün piyasa yapımcılarını zor durumda bırakacak kadar katı olmaması gerekliliğidir. Çift yönlü kotasyon yükümlülüğü, bankaların devlet iç borçlanma senetleri stoklarını daha etkin bir şekilde yönetmelerini gerektirmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda başlangıçta alım - satım kotasyonu verme yükümlülüğü sadece likiditesi ve işlem hacmi fazla ölçüt kıymetler için getirilebilir. Piyasa geliştikçe alım - satım kotasyonu verme yükümlülüğü ölçüt kıymetlerden oluşturulan bir portföyün tamamı için getirilebilir. Alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık, işlem hacminin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Eğer, kotasyonlar arasındaki açıklık çok geniş belirlenmişse bu yükümlülük devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin geliştirilmesine katkı sağlamayacaktır. Eğer kotasyonlar arasındaki açıklık çok dar ve piyasadaki dalgalanma fazla ise, olası kayıpları göz önünde bulunduran yatırımcı talep oluşturamayacaktır. Kotasyonlar arasındaki açıklık belirlenirken en azından piyasa yapımcılarının maliyetlerini karşılayacak şekilde oluşturulması gerekmektedir. Kotasyonlar arasındaki açıklığın belirlenmesinde göz önünde bulundurulması gereken en önemli faktörlerden bir tanesi de işlem hacmidir. Zira, yüksek işlem hacmi kotasyonlar arasındaki açıklığın dar olması durumunda bile maliyetlerin karşılanmasına olanak tanımaktadır. Risk algılamalarının yüksek olduğu dalgalı piyasalarda, borç yöneticisinin piyasa yapımcılarla güçlü bir iletişim mekanizması kurması, piyasa şartlarının

gerektirdiği durumlarda alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı genişletme ya da işlem hacmini azaltma esnekliği tanımaları gerekmektedir.

Piyasa yapıcıları, borç yöneticileri ve nihai yatırımcılar arasında köprü görevi görmekte, devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara ulaştırılması, hatta pazarlanması görevini üstlenmektedirler. Bazı ülkelerde piyasa yapıcılarında devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara pazarlanmasını sağlamak amacıyla ağ kurmaları talep edilmektedir. İnternet ve elektronik işlem sistemleri devlet iç borçlanma senetlerinin ihracında ve absorbe edilmesinde önemli rol oynamakta olduğu gibi zaman içinde piyasa yapıcılarının devlet iç borçlanma senetleri piyasasındaki rollerini azaltabileceği düşünölmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesini destekleyen otomasyon ve altyapının güçlü olması piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında beklenen getirinin optimalden daha az olmasına neden olabilmektedir. Son yıllarda gelişmiş ölkelerdeki çok sayıda borç yöneticisinin internet üzerinden menkul kıymetlerin perakende satışlarına doğru kaydığı görölmektedir. Piyasaların ve otomasyonun gelişmesiyle birlikte, piyasa yapıcıları tarafından geleneksel olarak yerine getirilmekte olan yükümlölüklerin bazıları önemini yitirmiş ya da gereksiz hale gelmiştir. Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinin internet üzerinden gerçekleştirilmesi daha önce ulaşılması mümkün olmayan yatırımcıların da ihalelere katılımına olanak tanımaktadır. Elektronik piyasalar, piyasa koşulları ve fiyatlar hakkında önceden sadece aracılar vasıtasıyla edinilebilecek bilgileri doğrudan olarak yatırımcılara sunmaktadır. Kuşkusuz bu olanağın kullanımı ölkelerin mevcut teknolojik koşullarına bağlı olarak değişmektedir. Ancak şu bir gerçektir ki, elektronik sistem dağıtım kanalları genişledikçe yani bu kanallar vasıtasıyla daha fazla yatırımcıya ulaşma imkanı doğdukça piyasa yapıcılarına olan ihtiyaç azalacaktır (Holm, 2002, s.80).

1.2.3. Diğer Yükümlölükler

Piyasa yapıcıları, borç yöneticisi ve merkez bankasının genel ekonomi ve mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırmaları yapmakla yükümlüdürler. Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde hemen tüm öлке

uygulamalarında piyasa yapıcıları, borç yöneticileri ve merkez bankalarına düzenli raporlar sunmak suretiyle piyasa koşulları hakkında bilgi sağlamaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde piyasa yapıcılardan haftalık olarak raporlama yapmaları talep edilebilmektedir. Piyasa geliştikçe daha seyrek olarak yapılan raporlama da yeterli olabilecektir. Bu tip bir işbirliği hem borç yöneticisi hem de piyasa yapıcıları için karşılıklı bir fayda sağlamaktadır.

Piyasa yapıcılar için belirlenen yükümlülüklerin katılık derecesi ülkenin içinde bulunduğu piyasa koşullarına göre belirlenmelidir. Zaman içinde piyasa koşullarının değişmesine paralel olarak piyasa yapıcılığı yükümlülükleri de revize edilmelidir. Piyasada likiditenin az, işlem hacminin zayıf olduğu durumlarda ihalelerde verilmesi gereken talep miktarının katı bir biçimde uygulanması sistemi piyasa yapıcılar için külfetli kılabilir. Gelişmekte olan ülke piyasalarında fiyat dalgalanmalarının yüksek olması piyasa yapıcılarının ciddi kayıplara uğramalarına neden olabilmektedir.

Piyasa şartları iyileştikçe borç yöneticileri yerine getirilmesini bekledikleri yükümlülükleri kademeli olarak azaltmaktadırlar. Bu sürecin temelinde, piyasanın olgunlaşması sonucu ihalelerde oluşturulması beklenen talep yükümlülüğüne olan ihtiyacın azalması yatmaktadır. Gelişmiş piyasalarda zaten talep miktarı yeterli, piyasa katılımcıları da heterojendir.

Piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasının temelinde piyasa yapıcılarında sağlanan belirli ayrıcalıklar karşılığında yerine getirmek zorunda oldukları yükümlülüklerin bulunması söz konusu olmaktadır.

1.3. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Ayrıcalıklar

Borç yöneticileri, yerine getirmek zorunda oldukları yükümlülüklerin getirisi olarak piyasa yapıcılara, hem birincil piyasada hem de ikincil piyasada bir takım ayrıcalıklar sağlayarak ödüllendirmektedirler. Ayrıca merkez bankaları bünyelerinde de piyasa yapıcılarında bir takım imkanlar sağlanabilmektedir. Bu ayrıcalıklar piyasa yapıcılarında ticari avantajlar getirmektedir. Özellikle, makroekonomik dengesizliklerin yaşandığı gelişmekte olan piyasalarda piyasa yapıcısı olarak nitelendirilen aracılara

ayrıcılıklar tanınması, piyasa yapıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmeleri açısından destek oluşturmakta, dolayısıyla piyasa gelişimine katkı sağlamaktadır. Ancak, borç yöneticisi piyasa yapıcılarına belirli ayrıcalıklar sağlarken diğer piyasa katılımcılarının motivasyonunu kırmamalıdır. Ayrıca, piyasa yapıcılarına sağlanan ayrıcalıkların artması piyasada monopolist eğilimlerin de artmasına yol açabilmektedir.

Piyasa yapıcısı ünvanına sahip olmak, özellikle gelişmiş ülkelerde başlı başına bir ayrıcalık olarak kabul edilmekte ve aracılara hem prestij hem de kredibilite sağlamaktadır. Piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde ayrıcalıklar belirlenirken değerlendirilmesi gereken belirleyici temel faktör piyasa yapıcılarının maruz kalabileceği piyasa riskidir.

1.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Ayrıcalıklar

Piyasa yapıcılarına sağlanan en avantajlı ayrıcalıklar birincil piyasa için geçerli olanlardır. Bu ayrıcalıklar ülkeden ülkeye değişmektedir.

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 yapıcılarının piyasayı doğru analiz etmelerinin önemini artırmaktadır. Bu süreçte, piyasa yapıcılarının kazanç sağlama olanakları artmaktadır.

Piyasaların gelişmiş olduğu bazı ülkelerde piyasa yapıcılarını ihalelere telefonla katılabilmektedirler. Bu piyasa yapıcılarında zaman avantajı sağlamakta, fiyat/ faiz değerlendirme sürelerini uzatmaktadır.

Piyasa yapıcılarında, sadece ikinci tur satışlara katılım hakkı ayrıcalığı tanınabilmektedir. İkinci tur satışlarda kullanılan ayrıcalıklı katılım hakkı daha çok Rekabetçi Olmayan Teklif ¹⁸ (ROT) niteliğinde sağlanmaktadır.

¹⁸ ROT, ihalede oluşacak ortalama fiyattan (faizden) alım hakkıdır.

Piyasa yapıcıları bu imkandan, belirlenmiş limitler dahilinde faydalanabilmektedirler.¹⁹

Yine bazı ülke uygulamalarında, piyasa yapıcıları ihaleye katılabilmek için yatırılması gereken teminattan muaf tutulmaktadırlar.

Ayrıca birincil piyasaya ilişkin olarak tanınabilecek bir diğer ayrıcalık, sadece piyasa yapıcılarının TAP yöntemiyle gerçekleştirilen satış imkanından faydalanmasıdır.

1.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Ayrıcalıklar

Piyasa yapıcılar için, devlet iç borçlanma senetleri piyasasında işlem yapan diğer katılımcılara göre daha fazla işlem tipi mevcuttur. Piyasa yapıcılar, devlet iç borçlanma senetleri ödünç piyasasından yararlanabilmekte, açık pozisyon oluşturabilmektedirler. Bu imkanlar, piyasa yapıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmelerinin desteklenmesi açısından oldukça önemlidir.

Piyasa yapıcıları devlet iç borçlanma senetleri ödünç piyasasından faydalanabilmektedirler. Bu imkanla, belirlenen kıymetler bazında ödünç işlemi gerçekleştirerek bu kıymetleri teminat olarak ya da repo işlemlerinde kullanabilmektedirler. Piyasa yapıcılarının stoklarında yükümlülüklerini yerine getirecek miktarda devlet iç borçlanma senetleri bulunmaması durumunda söz konusu piyasadaki devlet iç borçlanma senetleri ödünç alabilmekte ya da böyle bir ihtiyaç içindeki başka bankaya bu senetleri ödünç verebilmektedirler. A.B.D de FRBNY, devlet iç borçlanma senetleri ödünç piyasası uygulamasında rekabetçi ihale yöntemi kullanmaktadır. FRBNY'nin günlük olarak düzenlediği ihalelerde belirlenen kıymetlerin ödünç verilmesinde ödünç verme komisyonu talep edilmektedir. Talebin kabul edilmesi, kıymetin dealer'ın hesabına geçirilmesi anlamına gelmektedir. Bu durumda dealer karşılık olarak farklı bir kıymeti FRBNY'a teminat olarak yatırmakta ve ödünç aldığı kıymet için komisyon ödemektedir. Söz konusu

¹⁹ ROT imkanı, bazı ülkelerde sadece piyasa yapıcılarına tanınan bir ayrıcalıktır, bazı ülkelerde kamu politikasının bir parçası olarak bireysel yatırımcıların payının artırılması amacıyla bireysel yatırımcılara da tanınmaktadır. Bazı ülkeler bu imkanı sadece hedeflenen tutarın tamamının ihracı gerçekleştirilemediğinde kullanmaktadırlar.

işlemin repo faaliyetine en yakın enstrüman olarak değerlendirilmesi nedeniyle komisyon, repo oranlarındaki alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık yakın olarak belirlenmektedir.

Piyasa yapımcıların organize piyasalarda yani ikincil piyasada gerçekleştirdikleri devlet iç borçlanma senetleri işlemlerinden daha düşük komisyon alınabilmektedir.

Bazı ülke uygulamalarında piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde piyasa yapımcılarına 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 yapımcıların devlet iç borçlanma senetleri işlemlerinde açığa düşmelerine izin verilmektedir. Bu imkanla, piyasa yapımcılarının daha güçlü devlet iç borçlanma senetleri pozisyonu taşıyabilmelerinin ve uzun vadeli pozisyonları için riskten korunabilmelerinin sağlanması amaçlanmaktadır. Piyasa yapımcılarının açığa satış yapmalarına izin verilmesi daha likit bir piyasanın oluşturulmasına olanak tanımaktadır. Piyasa yapımcılarının 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. Bir ülkede, açığa satış imkanının tanınıp tanınmayacağı tamamen piyasa katılımcılarının riski yönetme kapasitelerine bağlı olarak değerlendirilmelidir. Ancak şu da unutulmamalıdır ki; açığa satış piyasa yapımcılarının piyasa yapıcılığı faaliyetlerini yerine getirmelerini destekleyen önemli bir imkandır ve sistemin elverdiği ölçüde izin verilmelidir. Açık pozisyona izin verilmesi durumunda piyasada sıkışıklık oluşma olasılığı, üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Şöyle ki; manipülatörler böyle bir sıkışıklık durumunda devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarını piyasa koşullarının nominal değerlerinin üzerine çıkartmaya çalışabilmektedirler. Böyle bir atağın oluşması durumunda borç yöneticisi, vadeli kontrata konu

olan varlığa ilişkin yükümlülüğün yerine getirilmesini sağlamak amacıyla, finansal piyasalardaki denetim görevinden yola çıkarak piyasaya, mevcut koşullara ait verim eğrisinin bir kaç baz puan altındaki bir faiz oranından tahvil/bono ihraç edebilir. Böyle bir müdahale, açık pozisyonda sıkışıklık yaratmayı hedefleyen manipülatörlerin söz konusu niyetlerini engelleyebilecektir.

Sistem, vergi uygulamaları açısından incelendiğinde ise; eğer mevcut vergi uygulamaları piyasa yapıcılığı faaliyetlerini kısıtlayacak nitelikteyse borç yöneticileri piyasa yapıcılarına vergi muafiyeti sağlayabilir. Örneğin, Singapur'da piyasa yapıcıları devlet iç borçlanma senetleri işlemlerinden edindikleri kazançlar için vergiden muaf tutulmuşlardır. Ancak, devletin piyasa yapıcılarına böyle bir ayrıcalık sağlayabilmesi için bu tip bir uygulamaya olanak tanıyacak bir vergi sistemi olmalıdır.

Devlet iç borçlanma senetleri piyasası katılımcıları, alım - satım faaliyetlerini karşılaştırmak amacıyla bilgi dağıtım sistemlerinden (Örn. Reuters) faydalanmaktadırlar. Piyasa yapıcılığı faaliyetleri çerçevesinde sadece piyasa yapıcılarının birbirleriyle işlem gerçekleştirebileceği sistemler bulunmakta, bu sisteme bağlı ekranlarda piyasa yapıcılarının unvanları ile beraber alım - satım kotasyonları yer almaktadır. Bu imkana ek olarak piyasa yapıcılarının unvanlarının açıklanmadığı ve sadece alım - satım kotasyonlarının ilan edildiği bir başka ekran çeşidi de bulunmaktadır. Bu ekrandan faydalanma ayrıcalığı sadece piyasa yapıcılarına tanınmakta ve onlara kimliklerini açıklamadan pozisyon alma imkanı sağlanmaktadır. Bu tip ayrıcalıkların söz konusu olduğu piyasalarda piyasa yapıcıları, kredi notlarına denk olan piyasa katılımcıları ile hem daha güvenle hem de daha aktif işlem yapabilmektedirler.

Piyasa yapıcılarına sağlanan ayrıcalıklar, özellikle makroekonomik dengesizliklerin söz konusu olduğu piyasalarda, piyasa yapıcıların yükümlülüklerini yerine getirmelerine destek vermek açısından oldukça önemlidir. Sistemin sadece piyasa şartlarının normal olduğu dönemlerde değil, piyasada dalgalanmanın söz konusu olduğu dönemlerde de işleyişinin sağlanması gerekmektedir. Zira, piyasanın kırılgan olduğu dönemlerdeki

koşullara piyasa yapıcılığı sisteminde meydana gelebilecek bir aksamanın eklenmesi piyasada kırılğanlığın boyutlarını artırabilir.

Bir diğer önemli faktör, piyasa geliştikçe borç yöneticilerinin, piyasa yapıcıları ile diğer piyasa katılımcıları arasında ayırım gerektiren yükümlülük ve ayrıcalık uygulamalarını azaltılması gerekliliğidir. Özellikle, piyasa yapıcılarına piyasa şartlarının gerektirdiğinden fazla ayrıcalık tanınması durumu piyasa yapıcıları ile diğer piyasa katılımcıları arasında haksız rekabete yol açabilmekte ve piyasa yapıcısı olmayan potansiyel katılımcıların ilgisinin azalmasına neden olabilmektedir. Bu şartlar uzun vadede piyasa gelişimini kısıtlayabilmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki piyasa yapıcılığı sisteminde borç yöneticileri, piyasa yapıcılarına borç yönetimi konusunda borç yöneticisi ve merkez bankası ile gerçekleştirilen toplantılara katılımlarının sağlanması dışında bir ayrıcalık tanımaktan kaçınmaktadırlar. Sonuç olarak, ayrıcalıklar piyasa gelişiminin aşamalarına göre değerlendirilmeli ve dönemsel olarak revize edilmeli, hatta piyasa şartları iyileştikçe sınırlandırılmalıdır.

1.4. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Avantajları ve Dezavantajları

Borç yöneticilerinin hedeflerine ulaşmalarında destek sağlayan bu uygulama, hem bir takım avantajları hem de dezavantajları beraberinde getirmektedir.

1.4.1. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Avantajları

Piyasa yapıcılığı sistemi, borç yönetimi için devamlılık arz eden bir hizmet sağlamaktadır. Sistem, borç yöneticisine borcun yeniden yapılandırılması için olanak tanımaktadır.

Piyasa yapıcılarının görevlerinden bir tanesi de devlet iç borçlanma senetlerinin dağıtımını yapmak yani daha fazla bireysel ve kurumsal yatırımcıya ulaştırılmasını sağlamak, bir anlamda pazarlama hizmetini yerine getirmektir. Özellikle teknolojik altyapının yetersiz olduğu ülkelerde, nihai yatırımcıların ihalelere katılabilmelerinin ancak piyasa yapıcılar vasıtasıyla

mümkün olması, piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmasını gerekli kılmaktadır.

Sistemin en önemli avantajlarından biri borç yöneticilerinin piyasa yapıcıları aracılığıyla edindikleri piyasa bilgisidir. Piyasa şartları hakkında bilgi edinmek, etkin ihraç stratejisi oluşturabilmek için oldukça önemlidir. Şöyle ki; ihraç stratejisini piyasada oluşan ihtiyaç doğrultusunda yapılandırmak, finansman maliyetinin azaltılması ve finansal riskin kontrol altına alınması konularında fayda sağlamaktadır. Bu aynı zamanda çift yönlü bir avantajdır. Çünkü piyasa yapıcıları da merkez bankası ve borç yöneticisi ile gerçekleştirdikleri periyodik toplantılarda hem para politikası hem de borç yönetim stratejileri konularında görüş alış-verişi yapma imkanına kavuşmaktadırlar ki bu da piyasa yapıcılarına stratejilerini oluşturma konusunda fayda sağlamaktadır.

Piyasadaki rekabetin artırılması amacıyla yabancı aracılardan piyasa yapıcısı olmasına imkan tanınması finansal sisteme ilişkin yeniliklerin takip edilmesi açısından iç piyasalara katkı sağlamaktadır. Piyasa yapıcılığı konusunda tecrübeli olmaları ve uluslararası müşteri portföyüne sahip olmaları koşuluyla yabancı finansal kurumların da piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi mali piyasalarda rekabet ve verimliliği artırmaktadır. Yabancı katılımı yatırımcı tabanının genişletilmesine, finansal teknolojideki ilerlemeler ve yeniliklerin takip edilmesine katkı sağlamaktadır ki bunlar ikincil piyasa işlem hacminin artırılmasını teşvik eden etkenlerdir.

Sistemin sağladığı bir diğer çok önemli avantaj ise piyasa yapıcılarının ikincil piyasadaki çift taraflı kotasyon yükümlülükleridir. Bu yükümlülüğün temel hedefi, devlet iç borçlanma senetleri piyasasının likiditesinin artmasının sağlanmasıdır. Yetersiz likiditenin neden olabileceği ek maliyetin azaltılmasında fayda sağlayan çift taraflı kotasyon verme yükümlülüğü, devlet iç borçlanma senetlerinin daha etkin fiyatlandırılmasını sağlamaktadır ve ikincil piyasadaki belirsizliği azaltmaktadır.

Borç yöneticilerinin hem arz miktarını ayarlayabilmek hem de potansiyel talebi karşılayabilmek için bireysel ve finansal sektör talebini

tahmin edebilmesi gerekmektedir. Piyasa yapıcılığı sisteminin en önemli faydalarından bir tanesi de bu belirsizliği önemli ölçüde azaltmasıdır. Çünkü çoğu ülke uygulamasında piyasa yapıcıların birincil piyasada ihracı gerçekleştirilen kıymetlerden satın almaları gereken miktar konusu sözleşmeye dayandırılmakta ve performans kriteri olarak değerlendirilmektedir.

1.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Dezavantajları

Piyasa yapıcısı olarak belirlenen gruba ayrıcalıklar tanımının en büyük riski fiyatların aşağı çekilmesini sağlamak amacıyla talep karteli oluşturulmasıdır. Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının sığ ve piyasa yapıcısı sayısının yetersiz olduğu piyasalarda piyasa yapıcılar devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarını kolaylıkla manipüle edebilmektedirler. Etkin bir rekabet sisteminin oluşturulamaması optimum fiyat oluşumunu engelleyebilmektedir. Böyle bir ortamda piyasa yapıcıları, alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı çok geniş tutabilmekte bu da nihai yatırımcıların taleplerinin zayıflamasına neden olabilmektedir. Bu durum kuşkusuz, devlet iç borçlanma senetleri piyasasının gelişimine son derece zarar verebilmektedir. Borç yöneticileri, piyasa yapıcılığı sistemini oluştururken piyasadaki katılımcı sayısını, dolayısıyla rekabeti artırıcı çözümler üretmeli ve tam kontrollü bir denetim mekanizması oluşturmalıdır.

Piyasa yapıcılarına sağlanan ayrıcalıkların sınırlarının açık ve net belirlenmesi ve diğer piyasa katılımcıları ile piyasa yapıcıları arasında adaletsiz bir konum oluşturulmaması gerekmektedir. Özellikle, borç yöneticileri ile gerçekleştirilen toplantılarda piyasa yapıcısı olmayan katılımcılar için asimetrik bilgi akışı sağlanmaması gerekmektedir. Bu bağlamda şeffaf bir sistemin oluşturulmasının diğer piyasa katılımcılarının motivasyonunu kırmamak açısından önemi büyüktür.

1.5. Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Merkez Bankası

Talep enflasyonuna ilişkin teoriler çerçevesinde fiyat artışları, toplam talep kaymaları ile açıklanmaktadır. Özellikle, ekonomi tam istihdamda iken,

hem mal ve hizmet piyasası hem de üretim faktörleri piyasasındaki toplam talep artışı enflasyona neden olmaktadır. Hemen hemen tüm iktisatçılar aşırı toplam talebin, enflasyonun en büyük nedeni olduğunu ve olacağını kabul etmektedirler. Dolayısı ile, iç borçlanma, piyasada oluşmuş aşırı talebi ve enflasyonist baskıları kısmanın bir yöntemi olarak para politikasına yardımcı bir politika aracı olarak kullanılabilir.

Gelişmiş ülkelerde iç borçlanma, ekonomide zaman zaman karşılaşılan talebe yönelik konjonktürel dalgalanmaların etkisini azaltmak üzere kullanılan bir araç niteliği kazanmaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde bütçe açıkları ekonominin temel bir sorunu haline geldiğinden, iç borçlanmanın bir istikrar politikası aracı olarak değil, bütçe açığının finansmanı için koşullara göre başvurulmuş bir araç olarak kullanıldığı gözlenmektedir. Bu nedenle iç borçlanma, enflasyon ortamında toplam harcamaları kısmak için değil, bir zorunluluk olarak ortaya çıkması nedeniyle bütçe finansmanı için kullanılmaktadır (Kaya, 2001, s.29).

Borç yönetimi ve para politikası faaliyetlerinin aynı piyasa enstrümanlarına yani devlet iç borçlanma senetlerine bağlı olarak gerçekleştirilmesi her ikisinin hedeflerini birbirinden ayırmanın zorlaşmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, piyasa yapıcılığı sisteminin etkin işleyebilmesi için borç yöneticisi ve merkez bankası operasyonlarının koordineli bir biçimde yürütülmesi gerekmektedir.

Piyasa yapıcılığı sistemi, piyasaya dayalı para politikası ve iyi işleyen bir para piyasasından bağımsız olarak düşünülmemelidir. Bu özellikler olmadan devlet iç borçlanma senetleri alım - satımı kârlı bir faaliyet olmaktan uzak kalacaktır (Kaplan, 2000, s.34).

Borç yöneticisinin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla gerçekleştirdiği ihalelerin zamanlamasının piyasada likidite sıkışıklığının arttığı dönemlere denk gelmesi, borç yönetimi ile para politikası uygulamaları arasında uyumsuzluklar yaratabilmekte ve her iki faaliyetin birbirini olumsuz etkilemesine neden olabilmekte, hatta piyasa yapıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmelerini engelleyebilmektedir. Gelişmiş ülkeler, hedeflerin

çatışmasını önlemek amacıyla borç yöneticisinin ve merkez bankasının finansal piyasadaki faaliyetlerinin koordinasyonu üzerinde önemle durmaktadırlar. Örneğin, İngiltere’de Bank of England para piyasası operasyonlarını yürüttüğü süre içerisinde DMO ihale yapmaktan kaçınılmaktadır.

Merkez bankalarının açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar olmak üzere üç temel para politikası aracı vardır. Günümüz merkez bankacılığının en etkin para politikası olan açık piyasa işlemleri, merkez bankalarının dolaşımdaki para miktarını etkilemek, azaltıp çoğaltmak amacıyla devlet iç borçlanma senetleri ile özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir. Açık piyasa işlemleri; doğrudan satım işlemleri²⁰, ters repo işlemleri²¹, doğrudan alım işlemleri²² ve repo işlemlerinden²³ oluşmaktadır.

Merkez bankalarının söz konusu operasyonları, aynı dönem için faiz oranlarını oluşturmakta veya etkilemektedir. Böylece merkez bankaları faiz oranlarının en büyük belirleyicisi konumuna gelmektedirler. Bu durum, zaman zaman piyasanın vereceği sinyallerin engellenmesine neden olabilmektedir (Mcconachie, 1996, s.8). Bu nedenle merkez bankaları operasyonlarının vadesi kısa olmalı ve merkez bankaları piyasa yapımcılarının potansiyel kârlarını ve pozisyonlarını zayıflatmamalıdır (Gray ve diğerleri, 2000, s.48). Aksi takdirde piyasa yapımcılarının etkin fiyat saptama olanağı kısıtlanacaktır.

Diğer taraftan, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeyden az olması durumunda merkez bankalarının doğrudan alım enstrümanını kullanmaları bir anlamda piyasa yapımcıları ile rekabet içine girmelerini gerektirmektedir. Bu bağlamda, merkez bankaları doğrudan alım imkanını ya oldukça kısıtlı kullanmalı ya da kullanmaktan tamamen kaçınmalıdırlar.

²⁰ Doğrudan Satım İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likidite fazlalığının kalıcı olacağına inanıyorsa, söz konusu likiditeyi çekmek için, portföyündeki kıymetleri bankalara satmakta ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devretmektedirler.

²¹ Ters Repo İşlemleri: Merkez bankası, likidite fazlalığının geçici olduğu dönemde, portföyündeki senetleri bankalara belirli bir süre için satmakta, bankalar da karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için merkez bankasına devretmektedirler.

²² Doğrudan Alım İşlemleri: Merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanıyorsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan kıymet almakta ve karşılığında bankalara nakit aktarmaktadır.

²³ Repo İşlemleri: Merkez bankası, likidite sıkışıklığının geçici olduğu dönemde, bankalardan kıymetleri belirli bir süre için satın almakta, karşılığında bankalara nakit aktarmaktadır. (Çufadar, Kasapoğlu, s.20)

Piyasa kaynaklı finansmanın henüz tam olarak gerçekleştirilmediği durumlarda piyasa yapıcılarının, yükümlülüklerini yerine getirmelerine destek sağlamak amacıyla merkez bankasınınca, teminat karşılığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kısa vadeli likidite temin etme veya reeskont penceresine doğrudan kabul edilme imkanı verilebilmektedir. Piyasa yapıcılarının bu imkanı ya repo enstrümanı yoluyla ya da ölçüt kıymetlerin merkez bankasına doğrudan satımı yoluyla kullanabilmektedirler. Repo, hem kredi riskinin hem de işlem maliyetinin düşük olduğu bir enstrümandır. Dolayısıyla piyasa yapıcılar, repo enstrümanını likiditelerini yönetmek amacıyla ve piyasa yapıcılığı faaliyetleri ve çift taraflı kotasyon yükümlülükleri nedeniyle ihtiyaç duydukları finansmanı, sağlamak amacıyla kullanmaktadırlar. Repo, piyasa katılımcılarına fonlarını ve kıymetlerini geçici bir süre için değiştirme imkanı tanımaktadır. Repo kullanımı ile elde edilen tüm bu faydalar, repo piyasası işlem hacmini de yükseltmektedir. Böylece piyasa yapıcılar borçlanarak daha fazla devlet iç borçlanma senetleri portföyü edinme imkanına kavuşmaktadırlar.

Ancak, piyasa yapıcılarının merkez bankası bünyesinde likidite sağlamak amacıyla tanınan ayrıcalıkların devamlı kullanımı, para politikası hedeflerine ulaşmayı güçleştirebilmektedir. Bu nedenle, bu tip imkanların kullanılmasında devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının gelişim sürecinin sadece ilk dönemlerinde uygun olacaktır.

Piyasa yapıcılarının açık piyasa işlemleri ve merkez bankasının diğer operasyonlarında taraf olarak belirlenmesi, piyasa yapıcılar açısından önemli avantajlar sağlamaktadır. Piyasada oluşan likidite fazlasını/eksikliğini gidermek amacıyla yapılan açık piyasa işlemleri piyasa yapıcılarının rezerv fazlalıklarını/ eksikliklerini değerlendirme olanağı sağlamaktadır.

Piyasa yapıcılığı gibi bir sistemin oluşturulması, nasıl oluşturulduğuna bağlı olarak merkez bankaları açısından da bir takım faydalar sağlayabilmektedir. Merkez bankalarının para politikaları uygulamaları çerçevesinde, piyasa kaynaklı araçlarını özellikle de açık piyasa işlemlerini kullanmaları durumunda, bu işlemlere taraf olabilecek potansiyel katılımcı büyüklüğü ve niteliği önem taşımaktadır. Merkez bankası açık

piyasa işlemlerini çok sık olmayan aralıklarla kullanmakta ise, tüm bankacılık sektörü ve finansal kuruluşların bu işlemlere taraf olmasında bir sakınca bulunmamaktadır. Ancak, merkez bankasının açık piyasa işlemlerini sıklıkla örneğin günlük bazda gerçekleştirmesi durumunda, tüm katılımcıların tekliflerinin işleme alınması zaman kaybına neden olabilmektedir. Bu nedenle bir çok ülkede merkez bankaları, açık piyasa işlemleri belirli bir grupta, genellikle piyasa yapıcıları ile gerçekleştirmektedirler (Gray ve diğerleri, 2000, s:39). Nitekim, daha öncede belirtildiği gibi piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak 1960 yılında A.B.D.'de para politikası uygulaması çerçevesinde, FRBNY' nin piyasa operasyonlarına taraf belirlemek amacıyla oluşturulmuş bir sistemdir.

Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde hem merkez bankası hem de borç yöneticisi, piyasa yapııcılarından piyasa şartları, düzenleme ve uygulamaları konularında görüş bildirimini bekleyebilmektedir. Bu amaçla borç yöneticisi, merkez bankası ve piyasa yapıcısı yetkililerinin katıldığı periyodik toplantılar düzenlenmektedir. Bu toplantılar genel olarak merkez bankası ve piyasa yapııcılar için para piyasaları ve para politikaları hakkında bilgi alış veriş niteliği taşımakta merkez bankasına birinci ağızdan piyasa bilgisi edinme imkanı sağlamaktadır. Bir çok ülke uygulamalarında, piyasa yapııcıları merkez bankalarına, talep edilen piyasa verilerini, analiz ve raporları sunmakla yükümlüdürler.

İKİNCİ BÖLÜM

PIYASA YAPICILIĞI SİSTEMİNE İLİŞKİN ÜLKE ÖRNEKLERİ

2.1. Gelişmiş Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak 1960 yılında, A.B.D.'de 18 piyasa yapıcısı ile FRBNY'un FED adına gerçekleştirdiği piyasa operasyonlarında işlem tarafı belirlenmesi amacı ile başlatılmıştır. A.B.D.'de piyasa yapıcıları, FRBNY ile devlet iç borçlanma senetleri işlemleri yapan, menkul kıymet broker - dealer'ları ile bankalardan oluşmaktadır.

FRBNY, açık piyasa işlemlerini piyasa yapıcıları aracılığıyla yürütmektedir. Hazine ihalelerine tatminkar katılımında bulunmak piyasa yapıcılarının sorumlulukları arasındadır (Sundararajan ve Lay, 2002, s.361). Piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasıyla FED, devlet iç borçlanma senetleri piyasa fiyatlarını nominal değerinin üzerinde tutarak faiz oranlarını istikrarlı bir şekilde düşük düzeyde tutmayı hedeflemektedir (Tomita, 2002, s.6).

Piyasa yapıcısı olmak isteyen kuruluş, FRBNY'a yazılı olarak başvurmalıdır. Başvuruyu gerçekleştiren piyasa yapıcısı adayı için, ya FED denetimine tabi ticari banka ya da A.B.D. Sermaye Piyasası Kurulu'na (SEC) kayıtlı broker-dealer olma şartı aranmaktadır. Sonraki aşamada FRBNY, başvuruyu gerçekleştiren kurumun sermaye standartlarına uygunluğunu incelemektedir. Bankaların piyasa yapıcısı seçilebilmeleri için gereken sermaye standardı minimum 100 milyon ABD doları, SEC'e kayıtlı broker-dealerların piyasa yapıcısı seçilebilmeleri için gereken sermaye standardı ise minimum 50 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir. Ayrıca, FRBNY'nin mevcut kriterlerine göre banka statüsündeki piyasa yapıcılarının "Basle Sermaye Uyumlaştırması" kapsamındaki "Tier I" ve "Tier II" sermaye

standartlarını²⁴ sağlaması gerekmektedir. Belirlenen yeterliliklerin sağlanması durumunda, yabancı kurumlar da piyasa yapıcısı olabilmektedirler.

Piyasa yapıcılığı sisteminin A.B.D. uygulamasında piyasa yapıcılar, hem devlet iç borçlanma senetleri hem de diğer menkul kıymetleri içeren işlemleri ile ilgili olarak haftalık raporlama yapmakla yükümlüdürler. Ayrıca, her bir piyasa yapıcısının işlem hacminin artırılması ve rekabetin sağlanması açısından etkin katılımcı olması beklenmektedir.

FRBNY, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasını piyasa şartları doğrultusunda gözden geçirmekte ve güncelleyebilmektedir. Nitekim 1992 yılında uygulamaya yönelik bir takım değişiklikler yapılmıştır.

Piyasada, piyasa yapıcısı kuruluşların FED tarafından yönlendirildiğine ve FED'in piyasa yapıcılarına özel bir statü sağladığına ilişkin oluşan yanlış izlenim, sistem uygulamasında değişiklik ihtiyacı doğmasına neden olmuş, bu nedenle, FRBNY piyasa yapıcıları ile olan ilişkilerine yönelik olarak yönetim kriterleri üzerinde bir takım değişiklikler yapmıştır.

Önceki uygulamada aktif bir ikincil piyasa oluşmasını sağlamak amacıyla uygulanan müşteri işlem hacmi standardı, yeni düzenleme ile kaldırılmıştır.

FRBNY, bünyesinde yer alan bankaların dealer gözetim birimini dağıtmış ve bu görevi piyasa gözetimi üzerine kaydırmıştır. Bu değişiklik ile, piyasanın tamamına yönelik gözetim yeteneği artırılmıştır. Tüm bunlara ek olarak FRBNY, uygulama etkinliğinin artırılması amacıyla ihale süreci ve açık piyasa işlemlerinin otomasyonu konusundaki çabalara ağırlık vermiştir. Böylece ihaleye doğrudan katılım sağlanabilecek ve yatırımcı tabanının

²⁴ "Basel II" kapsamında "Tier I", ödenmiş sermaye, yedek akçe ve kamuya açıklanmış rezervlerden oluşmaktadır. Diğer banka ve finansal kuruluşların sermayesine yapılan yatırımlar, konsolide bazda ele alınmayan tüm şubelerden finansal aracılık faaliyetleriyle ilgilenenlere yapılan yatırımlar sermayeden, şerefiye "Tier I" tutarından düşürülmektedir. Piyasa riskini karşılama kapasitesine sahip olan sermaye yeterliliği şartına göre sermayenin en az 50%'sini öz kaynaklar ve yedek akçe oluşturmalıdır (Amendment To The Capital Accord To Incorporate Market Risks, 1996, s.9). "Tier I" sermaye düzenlemesi kapsamında belirlenen enstrümanlar, toplam sermaye oranının 8% inden az olmamalıdır. Sermayeyi destekleyen diğer kalemler ise, Tier II kapsamında ele alınmaktadır. "Tier II", ihtiyari rezervler, yeniden değerlendirme, genel karşılıklar ve sermaye benzeri kredilerden oluşmaktadır. Kredi riski ve provizyonlara ilişkin standart yaklaşımı belirleyen "Tier II" sermayesi risk ağırlıklı varlıkların % 1.25'ine tabidir. "Tier II" sermayesi, "Tier I" sermayesinin % 100'ü ile sınırlandırılmıştır (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, s.12, 2004).

genişletilmesi mümkün olabilecektir. İhale sisteminin otomasyonuna 1993 yılı Nisan ayında, açık piyasa işlemlerinin otomasyonuna ise 1994 yılında geçilmiştir.

FED, yenilenen piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde para politikasının yürütülmesi esnasında ve açık piyasa işlemleri faaliyetlerinde kararlarının, piyasa yapıcılarının güvenilirliğine, finansal gücüne ve yönetimsel yeterliliğine ilişkin konularda onlara hiç bir katkı yaratmayacak nitelikte alınacağını özellikle vurgulamıştır.

Sonuç olarak, piyasa yapıcılığı sisteminin güncellenmiş halinde piyasa yapıcılarından, FED işlem masasıyla makul seviyede bir işlem hacmi gerçekleştirmeleri, Hazine ihalelerine tatminkar katılımda bulunmaları, FED'in para politikası formülasyonu ve uygulamaları hakkında işlem masasına bilgi sağlamaları ve piyasa yönelimlerine ilişkin analiz yapmaları beklenmektedir.

Piyasanın gelişim sürecinde, piyasa yapıcısının sermaye standartlarını karşılayamaması durumunda FED kuruluşun piyasa yapıcılığı statüsünü standartları karşılayıncaya kadar askıya almaktadır (FRBNY, 2004). Ayrıca, hem rekabet açısından düşük performans gösterme hem de tatminkar bir piyasa katılımı sağlayamama durumunu A.B.D. Hazine'si, piyasa yapıcılarla müzakere konusu yapmaktadır.

A.B.D.'de sadece piyasa yapıcılarına değil, devlet iç borçlanma senetleri ihalesine teklif veren tüm katılımcılara teminat muafiyeti sağlanmaktadır. Ayrıca, piyasa yapıcılığı sistemi A.B.D. uygulamasında piyasa yapıcıları ile FED arasında resmi bir sözleşme yapılmamaktadır. Ancak, sistem uygulamasına yönelik bir takım hukuki düzenlemeler söz konusudur. Piyasa yapıcılarının denetimi Maliye Bakanlığı ve FED tarafından gerçekleştirilmektedir. Piyasa yapıcılarının statüleri altı ayda bir, gerek görülmesi halinde ise daha sık aralıklarla değerlendirilmektedir (Arnone ve Iden, 2003, s.63).

2.1.2. İngiltere Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İngiltere, piyasa yapıcılığı sistemini 1986 yılında uygulamaya koymuştur. İngiltere’de sabit faizli senetler borsasına “gilt-edged market”, kıymetli evraklara “gilt edge”, piyasa yapıcılarına ise Gilt Edged Market Makers²⁵ (GEMMs) denilmektedir. Piyasa yapıcıları, DMO ve Tanımlı Yatırımlar Borsası’nın (RIE) taleplerini yerine getirebilecek niteliklere sahip bankalar ya da aracı kurumlardan oluşmaktadır.

DMO, sabit faizli senetler borsasında likiditenin en iyi, piyasa şartları ne olursa olsun talep yaratmakla ve çift taraflı kotasyon vermekle yükümlü piyasa yapıcılarının varlığı ile sağlanabileceği yolundaki görüşü ile piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaktadır. Piyasa yapıcılığı sisteminin, devlet iç borçlanma senetleri piyasasında likiditenin devamlılığını sağlayan, İngiltere devlet iç borçlanma senetlerine talep yaratılmasını destekleyen, dolayısıyla devlet iç borçlanma maliyetini azaltan bir uygulama olduğu düşünülmektedir (A Guide to the roles of the DMO and Primary Dealers in UK Government Bond Market, 2004).

İngiltere uygulamasında piyasa yapıcılarının, bir ya da birden fazla devlet iç borçlanma senedi tipi konusunda uzmanlaşması söz konusudur. Örneğin, bazı piyasa yapıcıları, kıymetin ana para ve kuponlarının ayrıştırılmasında (STRIPS²⁶), 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.

²⁵ Anlatımda birlikteliğin sağlanması açısından İngiltere’de faaliyet gösteren GEMMs'lere aynı anlama gelen piyasa yapıcısı denilmesi tercih edilmiştir.

²⁶ STRIPS: Kuponlu bir menkul kıymetin anaparası ve kuponlarının ayrı ayrı işlem görmesi amacı ile ayrıştırılmasını ifade etmektedir.

İkincil piyasada piyasa yapımcılarının, yükümlü oldukları devlet iç borçlanma senetleri tipi için her türlü piyasa koşulunda, kesintisiz ve etkin çift taraflı kotasyon vermeleri gerekmektedir. Bu yükümlülükle, piyasa yapımcılarının diğer piyasa katılımcılarına kesintisiz fiyat hizmeti vermeleri ve piyasanın likiditesinin korunması amaçlanmaktadır. Piyasa yapımcılarının ikincil piyasa işlem hacmine ilişkin olarak mutlak bir minimum pazar payı belirlenmemiştir. Ancak DMO, her bir piyasa yapıcısından ikincil piyasada, hem sabit kuponlu devlet tahvilleri hem de endeksli devlet tahvilleri için üç aylık dönemde % 2.5 luk bir piyasa yapıcılığı faaliyeti gerçekleştirmesini beklemektedir.

DMO, politikaları doğrultusunda piyasa yapımcılarına her bir ihale için yükümlülük belirlemenin ne mümkün ne de arzu edilen bir uygulama olduğunu, ancak piyasa yapımcılarının ihalelere tatminkar katılımlarının beklendiğini belirtmiştir. Piyasa yapımcılarından, ikincil piyasada üç aylık dönem için geçerli olan minimum % 2.5'luk işlem payına denk gelen tutarı, birincil piyasada ihracı gerçekleştirilen sabit kuponlu ve endeksli devlet tahvilleri için edinmeleri tavsiye edilmektedir.

Piyasa yapımcıları, önceden belirlenen biçimde günlük fiyatlar, pozisyonlar ve haftalık devir hızı konularında DMO'ya veri sunmakla yükümlüdürler. DMO, piyasa yapımcılarını eş zamanlı fiyat ve kesinleşmiş ortalama piyasa göstergeleri hakkında elektronik ortamda bildirim sağlamaları konusunda teşvik etmekte ve eş zamanlı olarak günlük fiyatları kendi sayfasında yayımlamaktadır. Bu sayfadaki bilgiler, gün sonu kapanış fiyatlarını ve devir hızını da kapsamaktadır. Bunlara ek olarak piyasa yapımcıların, kurumsal gelişmeler, piyasa hareketleri, yatırımcı trendleri ve piyasa yönelimlerine ilişkin konularda yazılı bilgiler sunmaları teşvik edilmektedir.

DMO'nun ihraç politikası ile ilgili olarak düzenlenen üç ayda bir ve yıllık toplantılara piyasa yapımcıları birer temsilci ile katılmaktadırlar.

Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine telefon ile katılım hakkı sadece piyasa yapımcılarına aittir. Bu uygulama, ihalelerde talepte bulunmak

isteyen diğer tüm piyasa katılımcılarının ihale tekliflerini piyasa yapıcılarında yönlendirmelerini gerektirmektedir. Bu tip bir hizmet için piyasa yapıcılarında komisyon ücreti talep etmesine izin verilmemekte ancak piyasa yapıcıda yatırımcı tercihlerini gösteren bu bilgiyi değerlendirme avantajı elde etmektedirler.

Piyasa yapıcılarında, devlet iç borçlanma senetleri ihalesine konu olan toplam tutarında % 10'u kadar ROT kullanma hakkı tanınmaktadır. ROT' un dağılımı, sabit faizli kıymetler için başarılı olan rekabetçi tekliflerin kabul edilen fiyat ortalamasına göre, endeksli kıymetler için ise kullanım fiyatında (strike price) göre yapılmaktadır. Sabit faizli kıymetlerde % 10'luk miktar dağılımı eşit olarak gerçekleştirilmektedir. Ancak, endeksli kıymetlerde dağılım, her bir piyasa yapıcısının son üç ihale kazanımlarında göre yapılmaktadır.

Sabit faizli senetler ikincil piyasasında, DMO sadece piyasa yapıcılarında ile işlem yapmaktadır.

Piyasa yapıcılarında STRIPS ve geri alım ihalelerinden faydalanabilmekte, kimliğini belirtmeksizin pozisyon alma imkanı sağlayan Inter Dealer Broker (IDB) ekranlarından işlem yapabilmekte, IDB hizmetlerinden yararlanabilmektedir.

Piyasa yapıcılarının denetlenmesinden Maliye Bakanlığı bünyesindeki DMO ve FSA sorumludur. Piyasa yapıcılarının statülerinin altı ayda bir değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır. Piyasa yapıcılarında, bu statüye hak kazanmaları halinde resmi bir sözleşme imzalamak durumundadırlar (Arnone ve Iden, 2003, s.62).

2.1.3. Norveç Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Norveç, piyasa yapıcılığı sistemini 1995 yılında uygulamaya koymuştur. Piyasa yapıcılığı sisteminin denetimi Norveç Merkez Bankası'na aittir. Norveç piyasa yapıcılığı uygulaması sözleşmeye dayandırılmakta ve yıllık olarak yenilenmektedir (Arnone ve Iden, 2003, s.53).

Norveç'te piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmasındaki temel amaç ölçüt ihraçların likiditesinin artırılmasıdır. Ancak, piyasa yapıcılığı sözleşmesi, sözleşme süresi içerisinde ihraç edilen tüm yeni kıymetleri kapsamakta, vadesi 6 aydan kısa olan bonolar ise yükümlülük kapsamına alınmamaktadır. Özetle, piyasa yapımcılarından ikincil piyasada devlet iç borçlanma senetlerinin likiditesinin artırılmasına ve birincil piyasada da talep oluşturulmasına katkıda bulunmaları beklenmektedir.

Norveç Merkez Bankası, piyasa yapımcılarının Oslo Menkul Değerler Borsası'nda gerçekleştirecekleri ikincil piyasa işlemlerine ilişkin alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın limitlerini, kıymetlerin vadelerine göre belirlemiştir. Bu limitler; vadeleri 2 yıla kadar olan kıymetler için 15 baz puan, 2 yıldan 4 yıla kadar olan kıymetler için 20 baz puan, 4 yıldan 7 yıla kadar olan kıymetler için 30 baz puan, 7 yıldan 10 yıla kadar olan kıymetler için 40 baz puan, 10 yıldan 15 yıla kadar olan kıymetler için ise 50 baz puan olarak belirlenmiştir.

Norveç Merkez Bankası, piyasa yapımcılarının minimum işlem hacmi limitlerini ise yine kıymetlerin vadelerine göre belirlemiştir. Vadesi 4 yıla kadar olan kıymetler için 20 milyon NOK (Norveç Kronu), vadesi 4 ile 7 yıl arasında değişen tahviller için 15 milyon NOK, vadesi 7 yıl ile 10 yıl arasında değişen kıymetler için 10 milyon NOK ve vadesi 10 yıl ile 15 yıl arasında değişen kıymetler için ise 5 milyon NOK minimum işlem hacmi limiti belirlenmiştir.

Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde otomatik eşleştirme yönteminin uygulamaya konulmasından itibaren, piyasa yapıcının karşılaştıran kotasyonun ardından en geç 3 dakika içinde yeni kotasyonunu ilan etmesi gerekmektedir.

Norveç Merkez Bankası, ancak aşağıda belirtilen durumlar söz konusu olduğunda piyasa yapımcılarına işlem hacmini düşürebilme ve alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı genişletebilme esnekliği sağlamıştır.

Duyurunun ilan edileceği günün belli olmasına rağmen, haberin faiz oranları üzerinde potansiyel etkilerinin öngörülmesi üzerine piyasa yapımcılarının alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı maksimum 10

dakika içinde mevcut limitlerin 3 katına kadar artırabilme hakları bulunmaktadır.

Büyük öneme sahip bilgisayar sisteminin çöküşü durumunda Merkez Bankası piyasa yapımcılarına 48 saat süresince alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı 3 katına kadar arttırabilme izni vermektedir. Gerekli görülmesi halinde Merkez Bankası bu süreyi uzatabilmektedir.

Piyasanın çalkantılı olduğu durumlarda, Merkez Bankası yine 48 saat süresince piyasa yapımcılarının alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığı 2 katına kadar yükseltilebilmesine izin vermektedir. Alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığın 3 katına (2 katına) kadar artırılması, işlem hacminin üçte bir (yarı yarıya) azaltılması ile eş değerlendirilmektedir.

Piyasa yapımcıların, hem Finansal Denetim Otoritesi (Kredittilsynet) hem de Oslo Menkul Değerler Borsası'nın piyasa yapıcılığı faaliyetlerinin yeterliliğine ilişkin denetimlerini kabul etmeleri gerekmektedir. Norveç Merkez Bankası, piyasa yapımcılarının statülerinin devamlılığına bu denetimler sonucunda elde edilen sonuçlara göre karar vermektedir.

Piyasa yapımcılarının piyasa şartları, gelişmeleri ve değişimleri konularında Norveç Merkez Bankası'nı bilgilendirmeleri gerekmektedir.

Norveç piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde, piyasa yapımcıları Norveç Merkez Bankası'ndan borçlanabilmektedirler. Bu ayrıcalık, Maliye Bakanlığı'nın Norveç Merkez Bankası'na verdiği yetki ile belirli limitler çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Vadesi 4 yıla kadar olan kıymetler için 2.5 milyar NOK, vadesi 4 yıldan 7 yıla kadar değişen kıymetler için 2 milyar milyar NOK, vadesi 7 yıldan 10 yıla kadar ve 10 yıldan 15 yıla kadar değişen kıymetler için 1.6 milyar NOK likidite sağlama olanağı tanınmıştır.

2.2. Avrupa Birliği Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

17 Mayıs 2000 tarihinde, Avrupa Birliği (AB) Ekonomi ve Finansal Komitesi, piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin ilerleme raporu yayımlamıştır. Bu raporla, AB üyesi ülkelerin devlet iç borçlanma piyasalarında faaliyet

gösteren piyasa yapıcılarının ortak avantaj ve görevlerinin uyumluluk düzeyinin tespiti amaçlanmıştır.

Piyasa yapıcılığı sistemini uygulayan AB üye ülkelerinin²⁷ ortak amacı, birincil piyasada gerçekleştirdikleri borçlanma ihtiyacının karşılanmasını garanti etmek ve ikincil piyasada likidite sağlamaktır. Ancak, sadece Hollanda piyasa yapıcılığı sistemini, ortak para birimi Euro'ya geçilmesinden kaynaklanabilecek değişimlere uyum sağlamak amacıyla uygulamaya koymuştur (ECB, 2000).

Piyasa yapıcılığı sistemini uygulayan AB üyesi ülkelerdeki piyasa yapıcısı sayısı 6 ile 26 arasında değişmektedir²⁸. Sistemi uygulayan 7 AB üyesi ülkede piyasa yapıcılarını sadece tahvil piyasasında, diğer 6 AB üyesi ülkede ise hem tahvil hem de bono piyasasında faaliyet göstermektedirler.

Piyasa yapıcılarında sağlanan ayrıcalıklar hemen tüm üye ülkelerde benzerlik göstermektedir. Piyasa yapıcılığı sistemini uygulayan ülkelerin çoğunda piyasa yapıcılarında ihalede ve ihale sonrasında ROT, tahvil değişim ve STRIPS imkanı ve sendikasyon ihraçlarına ayrıcalıklı katılım hakkı tanınmaktadır.

Üye ülkelerin bir çoğunda, birincil piyasada gerçekleştirilen ihalelere minimum katılım payı yükümlülüğü 6 aylık ya da yıllık periyotlar için belirlenmiştir. İkincil piyasaya ilişkin yükümlülükler ise ikincil piyasa likiditesini artırmaya yöneliktir. Bu hedef doğrultusundaki en kritik yükümlülük, piyasa yapıcılarının diğer piyasa katılımcılarına ve nihai yatırımcılara kesintisiz alım - satım kotasyonu vermesidir.

2004 yılı Aralık ayında AB üye ülkeleri Ulusal Hazineleeri 2006 yılı Ocak ayından itibaren Euro cinsinden ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleri için gerçekleştirilen piyasa yapıcılığı faaliyetlerinin ortak bir raporlama biçimine uygun olarak raporlanması üzerinde anlaşmışlardır. Bu uygulama ile piyasa yapıcılığı sistemini uygulayan tüm AB üyesi ülkelerde

²⁷ AB üye ülkelerinden Avustura, Belçika, Finlandiya, Fransa, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç, İngiltere piyasa yapıcılığı sistemini uygulamakta, Danimarka ve Almanya ise piyasa yapıcılığı sistemini uygulamamaktadır.

²⁸ ABN Amro, BNP Paribas ve Deutsche Bank piyasa yapıcılığı sistemini uygulayan 9 AB ülkesinde de piyasa yapıcısı olarak faaliyet göstermektedirler.

ortak bir raporlama biçiminin oluşturulması ve Borç Yönetimi Ofislerine birbiriyle uyumlu ve detaylı raporların sunulması hedeflenmektedir.

2.2.1. Fransa 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.

1987 yılında 13 olan piyasa yapıcısı sayısı 2003 yılında; 5 Fransız, 6 Amerikan, 3 İngiliz, 2 Alman, 2 İsveç'li ,1 İtalyan, 1 Hollanda'lı ve 1 Japon olmak üzere 21'e yükselmiştir. Piyasa yapıcıları finansal güçlerine, piyasa stratejilerine, devlet iç borçlanma piyasasının gelişimine ilişkin taahhütlerine ve söz konusu piyasadaki tecrübelerine dayanarak seçilmektedirler. Ayrıca, piyasa yapıcıları ekonomist, stratejist ve AFT uzmanları tarafından teftişe tabi tutulmaktadırlar.

Fransız piyasa yapıcıları, devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine katılmak, devlet iç borçlanma senetlerinin dağıtımını gerçekleştirmek ve ikincil piyasanın likiditesini sağlamakla yükümlüdürler.

1986'da oluşturulan piyasa yapıcılığı sisteminin uygulama koşulları, 2002 yılında piyasa yapıcıları ile birlikte gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda geliştirilmiştir. 2003 yılından itibaren geçerli olmak üzere piyasa yapıcılarının yükümlülükleri aşağıdaki şekli almıştır.

Piyasa yapıcılarının birincil piyasaya ilişkin yükümlülükleri, devlet iç borçlanma senedi ihalelerinin başarıyla gerçekleştirilmesini sağlamak, her ihale için piyasa talebini tahmin etmek ve bir önceki ihale ile beklenen ihale hakkında değerlendirme yapmaktır. Piyasa yapıcılarının gerçekleştirilen tüm ihalelere katılımları beklenmekte ve kazanım paylarının, ihraç edilen yıllık toplam tutarın en az % 2'si olması gerekmektedir.

Piyasa yapımcılarının ikincil piyasaya ilişkin yükümlülükleri, likit bir ikincil piyasanın oluşturulmasına ve devamlılığının korunmasına yöneliktir. Piyasa yapımcılarının ikincil piyasada ve gri piyasada, etkin bir işlem hacmi oluşturmaları beklenmektedir. Aynı zamanda, Hazine kaynaklı tüm faaliyetlere (örn. repo) homojen katılımları beklenmektedir. Bunlara ek olarak piyasa yapımcılarının, piyasa gelişmeleri ve işlem hacimleri hakkında Hazine'yi bilgilendirmeleri gerekmektedir (Agence France Trésor, 2003).

2001 yılından itibaren Hazine, piyasa yapımcılarını şeffaf yani esas aldığı kriterleri açıklayarak sıralamaya tabi tutmakta, en aktif piyasa yapımcılarını kamuoyuna açıklamaktadır. Önceki uygulamada, bu sıralamanın % 40 ağırlığını ihalelere katılım, % 30 ağırlığını ikincil piyasa performansları ve % 30 ağırlığını Hazine'ye sağladıkları geri bildirim oluşturmakta iken, 2003 yılı uygulamasında; birincil piyasaya ilişkin sıralama, ikincil piyasaya ilişkin sıralama ve piyasa yapımcılarının nihai yatırımcılara verdikleri hizmetin kalitesine göre yapılan değerlendirmeye ilişkin sıralama olmak üzere üç farklı kategori oluşturulmaya başlanmıştır (Agence France Trésor, 2005).

Devlet borç yönetimi çerçevesinde Fransa'da son yıllarda ihale fiyatının devamlı olarak ikincil piyasa fiyatından yüksek olduğu, ancak yapılan araştırmalarda bu durumun sadece Fransa'ya değil Euro Bölgesi'ne özgü bir olgu olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, birincil piyasa ile ikincil piyasa arasında uyumsuzluk yaratmakta, nihai yatırımcıların ihale katılımlarını engellemekte, en önemlisi de piyasa yapıcılığını artık kârlı bir faaliyet olmaktan çıkarmaktadır (Coeuré, 2003).

2.2.2. İrlanda Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İrlanda, piyasa yapıcılığı sistemini 1995 yılında uygulamaya koymuştur. Devlet iç borçlanma senetleri piyasasındaki % 95 devir hızı piyasa yapımcıları tarafından gerçekleştirilmektedir. Sistemin İrlanda uygulamasında piyasa yapımcıları, borç yönetimini Maliye Bakanlığı'na bağlı olan Ulusal Hazine Yönetimi Kurumu (NTMA) tarafından seçilmektedirler.

Ticari bankalar, yatırım bankaları, aracı kurumlar ve yabancı kurumlar belirlenen yeterlilikleri sağlamaları halinde piyasa yapıcısı olmaya hak kazanmaktadırlar. Ayrıca, piyasa yapıcılarının her birinin İrlanda Menkul Değerler Borsası üyesi olması gerekmektedir. 2005 yılı itibarıyla 6 uluslararası, 2 yerli olmak üzere toplam 8 piyasa yapıcısı bulunmaktadır (Ireland Information Memorandum, Mart 2005).

İrlanda Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulamasında piyasa yapıcıları, NTMA ile yapılan konsültasyonlar sonucu belirlenen her bir tahvil için, alım - satım kotasyonu vermekle yükümlüdürler.

İrlanda ikincil piyasasında piyasa yapıcılarının; vadesi 18 ayın üstü ve 6 yılın altındaki tahvillerde minimum €4 milyon için alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığın maksimum € 15 cent, vadesi 6 yıl ile 11 yıl arası değişen tahvillerde minimum € 3 milyon için alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığın maksimum € 25 cent, vadesi 11 yıldan daha uzun tahviller için ise minimum € 2 milyon için alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığın maksimum € 35 cent aralıklarında, çift yönlü kotasyon yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekmektedir.

NTMA, ihalesi gerçekleştirilecek kıymeti ve tutarını ihale gününden 5 gün önce ilan etmekte, ihaleye 5 gün kala ve ihalenin 2 gün sonrasında TAP satış yapmamakta ve değişim imkanı sunmamaktadır. TAP imkanı tüm piyasa katılımcılarına açıktır, ancak TAP fiyatı ilk 2 dakikalık sürede sadece piyasa yapıcıları için ilan edilmektedir. Piyasa yapıcılarına ihaleye telefonla da katılma imkanı sunulmaktadır.

İhalenin açıklanmasından itibaren 48 saatlik bir süre içinde piyasa yapıcıları, ihalede gerçekleşen ortalama fiyat üzerinden ROT imkanından yararlanabilmektedir. ROT imkanının tamamı, ihalede piyasa yapıcılarına satılan tutarın % 20'si ile sınırlandırılmaktadır. Her bir piyasa yapıcısının ROT yöntemi ile edinebileceği pay, son üç ayda nihai piyasa paylarının % 50'si ve son üç ihalede (mevcut ihale dahil edilmeden) kazandığı tutarın ortalama % 50'si baz alınarak hesaplanmaktadır.

Değişim imkanı, pozisyonlarını yönetmelerine imkan vermek amacıyla sadece piyasa yapıcılarına sağlanmaktadır. Değişim işlemi, piyasadaki mevcut alım - satım fiyatları üzerinden ve sadece belirlenen vadeler için gerçekleştirilmektedir.

Piyasa yapıcılarının, günlük pozisyonlarını ve aylık bazda nihai piyasa işlemlerini kapsayan faaliyetlerini NTMA'ya raporlamaları gerekmektedir.

2.2.3. İspanya Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İspanya, piyasa yapıcılığı sistemini 1996 yılında uygulamaya koymuştur. Piyasa yapıcılarının nihai amaçları, ikincil piyasanın likit olmasını sağlamak ve devlet iç borçlanma senetlerinin yurt içi ve yurt dışı plasmanlarında Hazine ve Maliye Bakanlığı ile işbirliği yapmaktır.

İspanya piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, devlet tahvilleri ve hazine bonoları için iki farklı piyasa yapıcısı grubu bulunmaktadır.

İspanyol devlet tahvili piyasa yapıcılarında Hazine ihalelerinde, diğer piyasa katılımcılarından farklı olarak 30 dakika ek talep süresi tanınması söz konusudur. Talep süresi sona erdikten sonra, Hazine tarafından devlet tahvili piyasa yapıcılarında ayrıcalıklı ikinci tur satış imkanı tanınmaktadır. Her bir devlet tahvili piyasa yapıcısı, bu imkandan son iki ihaledeki kazanım payı oranında faydalanabilmektedir. İkinci tur satışlar, ihalede tahsis edilen tutarın nominal değerinin maksimum % 24'ü kadar olabilmektedir. STRIPS ve devlet borç stokunun yeniden yapılandırılması faaliyetlerine sadece devlet tahvili piyasa yapıcıları taraf olabilmektedirler. Ayrıca, İspanyol devlet tahvili piyasa yapıcıları swap ve döviz işlemleri gibi diğer finansal faaliyetlerde Hazine ve Finansal Politika Birimine borç ve nakit yönetimi operasyonlarına taraf olmakla ödüllendirilmektedirler. Devlet tahvili piyasa yapıcıları, orta ve uzun vadeli borçlanma enstrümanlarının belirlenmesinde etkili faktörlerin değerlendirilmesine ilişkin toplantılara katılmakla yükümlüdürler.

Devlet tahvili piyasa yapıcıları Hazine ihalelerine katılmakla yükümlüdürler. İspanyol devlet tahvili piyasa yapıcılarının, 3 yıllık tahvil için

marjinal oran²⁹ eksi 5 baz puan, 5 yıllık tahvil için marjinal oran eksi 10 baz puan, 10 yıllık tahvil için marjinal oran eksi 10 baz puan ve 10 yıldan uzun olan devlet tahvilleri için marjinal oran eksi 30 baz puandan düşük fiyatlama yapmamak üzere, Hazine ve Finansal Politika departmanının gerçekleştirdiği son üç devlet tahvili ihalesi nominal değerinin minimum % 3'ü kadar teklifte bulunmaları gerekmektedir. Ayrıca, bu grup piyasa yapımcılarının ikincil piyasa likiditesini garanti etmelerini sağlamak için Hazine ve Finansal Politika Biriminin piyasa yapımcıları ile gerçekleştirdiği toplantılarda ölçüt kıymet niteliğinde 5 tahvil ve 3 farklı tahvil sepeti belirlenmektedir. Her bir sepet için, en az 6 STRIPS edilebilir ama ölçüt kıymet olmayan tahvil ve STRIPS edilebilir tahvillere alternatif kotasyon verilebilecek devlet tahvilleri belirlenmektedir. Bu uygulama çerçevesinde, piyasa yapımcıları 3 homojen gruba ayrılmaktadırlar. Her bir grup, ölçüt ihraçların tümü ve kendileri için belirlenen sepetler için kotasyon vermekle yükümlüdür. Piyasa yapımcılarının kotasyon vermekle yükümlü oldukları sepetler düzenli olarak değiştirilmektedir.

İspanyol hazine bonusu piyasa yapımcılarına, Hazine tarafından ikinci tur satış imkanı tanınmakta ve hazine bonusu piyasa yapımcıları, Hazine ve Finans Politikası Bakanlığı'nın borç ve nakit yönetimi operasyonlarına taraf olarak seçilerek ödüllendirilmektedirler. Ayrıca, bu piyasa yapımcıları, kısa vadeli kıymetlere ilişkin ihraç hedeflerinin belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilen toplantılara katılabilmektedirler.

Hazine bonusu piyasa yapımcıları, hazine bonusu ihalelerine katılmakla yükümlüdürler. Her bir piyasa yapımcısı, getirisi belirlenen marjinal fiyat artı 2 baz puandan fazla olmamak kaydıyla Hazine tarafından ihalede tahsis edilen tutarın minimum % 3'ü kadar talepte bulunmakla yükümlüdürler. Ayrıca, bono piyasa yapımcılarının ikincil piyasa bono likiditesini garanti etmeleri gerekmektedir. Bono piyasa yapımcıları, hangi kıymetin ölçüt ihraç olarak saptanacağını Hazine ve Finansal Politika Birimi ile birlikte belirlemektedir. Buna ek olarak, bono piyasa yapımcıları için de likiditesi farklı

²⁹ Marjinal Oran (Fiyat): Hazine gerçekleştirdiği tahvil veya bono ihalelerinde katılımcıların sunduğu oran (fiyat) tekliflerini en düşükten en yükseğe doğru sıralamakta ve belirlediği ihraç tutarından ihaleyi sonlandırmaktadır. Bu sıralamadaki en yüksek faiz (en düşük fiyat) marjinal oranı (marjinal fiyatı) oluşturmaktadır.

çeşitli vadedeki bonolar için iki sepet oluşturulmaktadır. Bu uygulamaya çerçevesinde bono piyasa yapıcıları iki homojen gruba ayrılmaktadır. Her bir piyasa yapıcı grup hem ölçüt kıymetler için hem de sorumlu olduğu sepet için kotasyon vermekle yükümlü olmaktadır.

Her iki grup piyasa yapıcıları da, Hazine ve Finansal Politika Biriminin borçlanma piyasası ve piyasa yapıcılığı faaliyetleri ile ilgili talep ettiği bilgileri ve aylık raporlamaları sunmakla yükümlüdürler.

2.2.4. İtalya Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İtalya, piyasa yapıcılığı sistemini 1994 yılında uygulamaya koymuştur. Bu ülke uygulamasında, ticari bankalar, yatırım bankaları ve yabancı kuruluşlar piyasa yapıcısı olabilmektedirler. İtalya'da piyasa yapıcılarına Devlet Borçlanma Senetleri Uzmanı (SGS³⁰) denilmektedir.

SGS olabilmek için piyasa katılımcılarının, ikincil piyasada etkin işlem hacmine, en az €38,734,267 sermaye büyüklüğüne ve devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara dağıtımını gerçekleştirebilecek yeterlilikte organizasyon yapısına sahip olmaları gerekmektedir.

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.

Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine bankalar ve İtalya Merkez Bankası'nda kaydı bulunan tüm yatırım firmaları katılabilmektedir. Ancak, ihracı gerçekleştirilen toplam nominal tutarın ortalama % 60-70'ini piyasa yapıcılar elde etmektedirler (The Italian Treasury Securities Market, 2000, s.5).

İtalya devlet iç borçlanma senetleri birincil piyasasında SGS'lerin, yükümlülükleri gereği, Hazine'nin ihracını gerçekleştirdiği yıllık toplam tutar

³⁰ İtalya'da devlet iç borçlanma senetleri piyasalarına ilişkin SGS'ler ve piyasa yapıcıları olmak üzere iki farklı grup bulunmakta olup, anlatımın genelini ifade eden SGS, orijinal isminde kullanılmıştır.

dikkate alındığında en az % 3'lük bir pay elde etmeleri gerekmektedir. Sistem uygulamasında, SGS'lerin performanslarına ilişkin olarak nicel ve nitel olmak üzere iki tip değerlendirme söz konusudur. Nicel değerlendirmede, SGS'lerin performansı her bir ihalede kazandığı pay üzerine dayandırılan bir hesaplama yöntemine göre, 2 üzerinden puanlamaya tabi tutulmaktadır. Nitel değerlendirmede de ihale katılımına uygun bir strateji geliştirilmiştir. Bu stratejiye göre, SGS'ler 1 puan üzerinden değerlendirmeye tabi tutulmakta ve kriter olarak ihaleye verilen tüm teklifler dikkate alınmaktadır.

İkincil piyasa için değerlendirme kriteri olarak, devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara dağıtım kapasitesi dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda, SGS'lerin piyasa yapıcısı olmayan piyasa katılımcılarına göre daha iyi performans göstermesi beklenmektedir.

Piyasa yapıcılığı sistemi İtalya uygulamasında birincil piyasada olduğu gibi ikincil piyasada da piyasa yapıcılarının performansları hem nicel hem de nitel olarak puanlama yöntemi ile değerlendirilmektedir. Nitel değerlendirme kapsamında, kotasyon verilen devlet iç borçlanma senedi sayısı, işlem hacmi ve repo piyasası işlem hacmi ağırlıklandırılarak, 1 puan üzerinden değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır. Nicel değerlendirmede ise, piyasa yapıcılarının alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık ve İtalya Merkez Bankası ve Piyasa Gözetim Bürosu analizlerine katkıda bulunma performansları 1 puan üzerinden değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır.

2005 yılı uygulamasında SGS'lerin, İtalya Merkez Bankası ve Hazine kaynaklı işlemlerde öncelikli taraf olduğu ancak, 2006 yılı uygulamasında bu uygulamanın yumuşatılacağı belirtilmiştir.

SGS'lerin organizasyonel yeterlilikleri; İtalya Merkez Bankası ve Hazine'nin belirlediği kriterlere uygun olarak piyasa yapıcılarının, tezgahüstü (OTC) piyasalarındaki işlem hacimlerini kapsayan raporlarını, Borç Sermayesi Piyasası tarafından bir takım gösterge ve müşteri geri bildirimlerine dayanarak elde edilen pazarlama faaliyetleri düzeyini, borçlanma programına ilişkin önerilerinin katkısını, çeşitli anket çalışmaları ile piyasa yapıcılarının piyasa hakimiyetlerinin derecesini değerlendirme

faaliyetlerini kapsamaktadır. Organizasyonel yeterlilik, 1 performans puanı üzerinden değerlendirilmektedir. Geri alım ya da değişim ihalelerinde en fazla pay alan SGS, 0.20 puan almaya hak kazanmaktadır. Diğer piyasa yapımcılarının puanları, en fazla pay alan piyasa yapıcısı payına göre oranlanarak bulunmaktadır.

İtalyan piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına göre, Hazine piyasa yapımcılarını yukarıda sayılan değerlendirme kriterlerine göre sıralamaya tabi tutmakta ve yıl sonunda ilk beş piyasa yapıcısını internet sitesinde açıklamaktadır.

SGS'ler, ihracı gerçekleştirilen kısa vadeli devlet iç borçlanma senetleri için % 10'a (orta vadeli kıymetler için % 25'e) denk gelen tutarda ROT ve yeniden ihraç (reopening) imkanlarından ayrıcalıklı olarak faydalanabilmektedirler.

Euro cinsinden sendikasyon ihraçlarına lider yöneticiler, USD ölçüt ihraç programlarında dealer olabilmektedirler. Ayrıca, SGS'lere çift taraflı geri alım işlemlerinde taraf olma ayrıcalığı tanınmaktadır. Merkez Bankasının yabancı para cinsinden gerçekleştirdiği işlemlerde ve türev enstrüman işlemlerinde SGS'lerin taraf olması tercih edilmektedir.

İtalya'da diğer ülke sistemlerinden farklı bir uygulama söz konudur. İtalya'daki tek organize devlet iç borçlanma ikincil piyasası, 1998 yılında uygulamaya konulan yeni finansal piyasa düzenlemelerine dayandırılarak yetkilendirilen özel şirket MTS³¹ tarafından yönetilmektedir. SGS'lerden farklı olarak bu pazar için yetkilendirilen piyasa yapımcıları, devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasasını resmi bir şekilde yöneten MTS tarafından seçilmektedir (The Italian Treasury Securities Market, 2000, s.8). SGS'ler ise Hazine tarafından, MTS'nin seçtiği piyasa yapımcıları arasından seçilmektedir.

³¹ MTS S.p.A. 1988 yılında kurulmuş, 1997 yılında özelleştirilmiş olan devlet borçlanma senetleri elektronik piyasasıdır.

2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

2.3.1. Brezilya Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Brezilya, piyasa yapıcılığı sistemini 1974 yılında uygulamaya koymuştur. Sistem, devlet iç borçlanma piyasası likiditesinin ve açık piyasa işlemleri etkinliğin artırılması amacıyla uygulanmaktadır. Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine SELIC'e (Special System of Clearance and Custody) kayıtlı tüm finansal kuruluşlar katılabilmektedir (Banco Central Do Brasil, 2003).

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" (specialist dealer) olmak üzere iki farklı grup oluşturulmuştur.

Piyasa yapıcıları, en çok 12 finansal kuruluştan oluşmakta ve para politikasına ilişkin işlemlere taraf olmaktadır. Uzman daler'lar ise, en fazla 10 finansal kuruluştan oluşmakta ve devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin artırılması amacıyla devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasası işlemleri üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. İki grup arasında en fazla 5 ortak katılımcı olmasına izin verilmektedir (Banco Central Do Brasil, 2003).

Brezilya finansal piyasaları yeni sistemindeki iki grup; Hazine tarafından düzenlenen devlet iç borçlanma senetleri ihalelerine aktif katılımında bulunmak, açık piyasa işlemleri yoluyla devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasasını canlandırmak ve Merkez Bankası para politikası faaliyetlerine aktif taraf olmakla yükümlüdürler. Ayrıca, hem Merkez Bankası'na hem de Hazine'ye finansal piyasayı etkileyecek verileri sunmakla ve bu iki kuruluşla düzenlenen dönemsel toplantılara katılmakla yükümlüdürler.

Piyasa yapıcısı ve uzman aracılara, Hazine tarafından ihalede gerçekleşen ortalama fiyat üzerinden ikinci tur satış yapılabilmesi ve ROT imkanından faydalanabilmesi ayrıcalıkları tanınmaktadır.

Brezilya piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında piyasa yapımcılarının ve uzman dealer'ların performansları devlet iç borçlanma senetleri piyasalarına ilişkin işlem hacimleri ve repo faaliyetleri dikkate alınmak üzere her 6 ayda bir değerlendirilmektedir.

2.3.2. 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 Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulamasının başlangıç aşamasında piyasa yapımcıları için sermaye yeterliliği oranları belirlenmemiş, piyasa yapımcılarının yeterlilikleri Banka Olmayan Finans Kurumları (NBFC) standartlarına göre değerlendirilmeye tabi tutulmuştur. Mevcut uygulamada ise, "Tier I" ve "Tier II" sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler, piyasa yapıcısı seçilmek üzere seçim kriterleri olarak belirlenmiştir. Ayrıca piyasa yapımcıları kredi riski (bilançoda yer alan varlıklarda ve bilanço dışı kalemlerde risk ağırlıklandırılması, faize dayalı sözleşmelerde ise ana paranın vadeye göre değişen değişim faktörü ile çarpılması metotları) ve piyasa riski konularında da değerlendirilmeye tabi tutulmaktadırlar.

Sistemin Hindistan uygulamasında piyasa yapımcılarının devlet iç borçlanma senetlerinin sınırlı açığa satış ve gri piyasa faaliyetlerinden faydalanmalarına imkan tanınarak risk yönetimi olanaklarının artırılması hedeflenmiştir (Thorat, 2002, s.57). Piyasa yapımcılarının devlet iç borçlanma senetlerine ilişkin işlemlerinde kesintisiz bir iç ve dış denetim söz konusudur. Piyasa yapımcılarının denetim sonuçları, her ay Merkez Bankası bünyesindeki Finansal Denetim Kuruluna bağlı tepe yöneticiler (CEO) tarafından değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır. Bu bağlamda, piyasa yapımcılarından

yükümlülüklerine ilişkin bütün kayıtları günlük bazda tutmaları beklenmektedir.

Hindistan Merkez Bankası, piyasa yapıcılarında likidite açısından destek sağlamaktadır. Ancak, piyasa yapıcılarının 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 yapıcılarını vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Piyasa yapıcılarında, ödünç para sağlayan piyasa ve repo piyasasına girebilme ayrıcalığı tanınmaktadır. Hindistan piyasa yapıcılarında, yeni çıkarılan ve piyasaya henüz sunulmamış devlet iç borçlanma senetlerini satın alan aracı olarak komisyon alma hakkı tanınmaktadır.

Hindistan'da piyasa yapıcılarında birincil piyasada yıllık bazda belirlenen tutarda talep oluşturma ve ikincil piyasada da kesintisiz alım - satım kotasyonu verme yükümlülüklerini yerine getirmeleri beklenmektedir. Piyasa yapıcılarında, Hindistan Merkez Bankası'nın forward anlaşmaları, iç denetim, risk yönetimi, muhasebe standartları, dış denetim, gözden geçirme, raporlama ve bu konuların güncellenmesine ilişkin talimatlarını tam anlamıyla uygulamakla yükümlüdürler.

Hindistan'da devlet iç borçlanma senedi piyasalarında, piyasa yapıcılarında yanı sıra ana hedefi nihai yatırımcılar olan yardımcı aracılar da görev almaktadır. Merkez Bankası, uydu aracılar da likidite temin etme imkanı sağlamaktadır.

2.3.3. Meksika Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Meksika, piyasa yapıcılığı sistemini 2000 yılında uygulamaya koymuştur. Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmasında amaç, devlet iç borçlanma senetleri likiditesinin artırılması, işlem maliyetlerinin azaltılması ve devlet iç borçlanma senetlerinin nihai yatırımcılara pazarlanmasının etkinleştirilmesidir. Hem birincil hem de ikincil piyasadaki performanslarına göre hem aracı kuruluşlar hem de finansal kurumlar piyasa yapıcısı

seçilebilmektedirler. Buna ek olarak, piyasa yapımcılarının devlet iç borçlanma senetleri piyasası gelişimi sürecindeki faaliyetleri, katkılarını garanti etmek amacıyla, devamlı olarak değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır.

Meksika piyasa yapımcıları, ihalesi gerçekleştirilen sabit faizli devlet iç borçlanma senetleri tutarının en az % 20'si kadar birincil piyasada talep oluşturmakla, ikincil piyasada minimum 20 milyon pezo ve maksimum 125 baz puan alım – satım kotasyonları arasındaki açıklık ile (getiri olarak) kesintisiz olarak alım - satım kotasyonu vermekle ve faaliyetlerine ilişkin tüm verileri otoritelere sağlamakla yükümlüdürler.

Piyasa yapımcılarına yükümlülükleri karşılığında, birincil piyasa ihalelerinden sonra devlet iç borçlanma senedi alma imkanı tanınmaktadır. Satın alma opsiyonu denilen bu imkan, sadece satışı ihale yöntemi ile gerçekleştirilen sabit faizli devlet iç borçlanma senetleri için, birincil piyasada rekabetçi teklifte bulunan piyasa yapımcılarına, ihalede gerçekleşen ağırlıklı ortalama faiz oranı üzerinden, ihale tutarının maksimum % 20'si tutarında sağlanmaktadır. Ayrıca, piyasa yapımcılarına merkez bankasından likidite temin etme imkanı tanınmaktadır.

Meksika piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, devlet iç borçlanma senetleri piyasasında faaliyet gösteren en aktif beş piyasa katılımcısı altı aylık bir süre için piyasa yapıcısı olmaya hak kazanmaktadır. Bu sürenin sonunda, piyasa yapıcılığı statüsü yeniden değerlendirilmekte ve bir piyasa yapıcısının yerini yeni bir piyasa yapıcısı almaktadır. Piyasa yapımcılarının performansları, devlet iç borçlanma senedi piyasasındaki nominal işlemler baz alınarak oluşturulan bir endeks ile değerlendirilmektedir. Endeks hesaplamasına birincil piyasa, bankalararası para piyasası ve ikincil piyasa işlemleri dahil edilmektedir. Değerlendirme sonucunda oluşan ilk beş piyasa yapıcısının bir önceki grupla aynı olması durumunda, sıralamada sonuncu olan aracının piyasa yapıcısı statüsüne son verilerek altıncı sıradaki aracı piyasa yapıcısı olmaya hak kazanmaktadır (Sudararajan ve Lay, 2002, s.191).

Özetle, piyasa yapıcılığı sisteminin ayrıcalıklar ve yükümlülükler kapsamında ki uygulama şartlarını dolayısıyla çerçevesini belirleyen temel faktörlerin yani makro ekonomik ve mali politikaların, finansal sistemin, hukuk ve vergi alanlarını içeren yapısal düzenlemelerin tümü ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğinden piyasa yapıcılığı uygulaması da ülkeden ülkeye değişmektedir.

Diğer taraftan sistem, piyasa yapıcıları ile diğer piyasa katılımcılarını ayırırma tabi tuttuğundan, devlet iç borçlanma senetleri piyasaları geliştikçe gerek piyasa yapıcılarına tanınan ayrıcalıkların gerekse piyasa yapıcılarından yerine getirmeleri beklenen yükümlülüklerin hafifletilmesi gerekmektedir. Nitekim, gelişmiş ülke uygulamaları ile gelişmekte olan ülke uygulamaları karşılaştırıldığında, gelişmiş ülkelerde hem ayrıcalıkların hem de yükümlülüklerin oldukça sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi, 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan ve IMF ile yapılan Stand-by Düzenlemesi³² ile desteklenen enflasyonla mücadele ve mali uyum programı kapsamında; kamu kağıtlarının likiditesini artırarak devletin (ve dolayısıyla vergi mükelleflerinin) fonlama maliyetini düşürmek amacıyla kamu borçlanması alanında yapısal kriter olarak belirlenmiş ve 2000 yılı Nisan ayı sonunda piyasa yapıcıları seçilerek piyasa yapıcılığı sistemi 8 Mayıs 2000 tarihinde uygulamaya konulmuştur.

Piyasa yapıcılığı sistemi, kamu borç yönetiminin geliştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulanmaya başlamıştır. 1999 yılı Aralık ayında IMF’ye verilen Niyet Mektubu’nda, sistemin uygulanma amaçlarından birinin de Türk Tahvil ve Bono Piyasasını birçok Avrupa Birliği ülkesindeki uygulamalarla uyumlu hale getirmek olduğu belirtilmiştir. Söz konusu uygulama ile, Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen kriterlere göre piyasa yapıcısı olarak seçilen bankalar aracılığıyla devlet iç borçlanma senetlerinin birincil ve ikincil piyasalarında etkinliğin artırılması hedeflenmiştir.

Türkiye’de piyasa yapıcılığı sistemi; Hazinenin birincil piyasada belirli bir satım garantisi sağlayarak borç çevirme riskinin azaltılması, yeni borçlanma enstrümanlarının geliştirilmesi, ikincil piyasada işlem hacminin artırılması ve devlet iç borçlanma senetleri fiyat dalgalanmalarının azaltılmasına sağlayabileceği katkılar göz önünde bulundurularak başlatılmıştır. Piyasa yapıcılığı sistemi, piyasadaki DİBS ihraç sayısının azaltılması, alıcı ve satıcıların söz konusu az sayıdaki ihraçlara

³² 1999 yılının Aralık ayında, IMF ile üç yıllık (2000-2002) bir orta vadeli stand-by anlaşması imzalanmıştır. Ancak bu program, krizlerden sonra 2001 yılı sonunda kesilmiş ve 2002 yılı başından itibaren üç yıllık dönem için yeni bir stand-by anlaşması imzalanmıştır.

yönlendirilmesi ve dolayısıyla likiditenin artırılarak tüm vadelere yayılması hedeflerine ulaşılmasını destekleyen bir uygulamadır.

Bilindiği gibi, piyasa yapıcılığı sistemi devlet iç borçlanma senetleri piyasalarının geliştirilmesine yönelik olarak uygulanan bir stratejidir ve uygulanabilirliği ancak makroekonomik ve finansal bir takım yeterliliklerin sağlanıp sağlanmamasına bağlıdır. Türkiye’de, piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmaya başlandığı dönemde, aşağıda belirtilen bir takım olumsuz koşulların söz konusu olması sistemin uygulanabilirliğini zedeleyen bir ortamın oluşmasına neden olmuştur.

Bilindiği gibi, uyumsuz üçlü / açık ekonomi üçlemi (inconsistent trinity) yaklaşımı çerçevesinde, bir ülke aynı anda hem iç hedeflere yönelik bir para politikası belirleyip, hem sermaye hesapları serbestisi izleyip hem de sabit döviz kuru politikası uygulayamaz. Özetle, liberal bir ekonomide döviz kurunun yurt içi faiz oranları ile birlikte kontrol edilmesi mümkün olamamaktadır. 2000 yılı IMF programında, döviz kurları için hedef belirlenmiş bu nedenle faiz oranları piyasa koşullarını yansıtmak üzere dalgalanmaya bırakılmıştır.

Bu dönemde devletin mali sektörde tek borçlanıcı konumunda yer alması ve devlet karşısında sınırlı sayıda fon temin eden banka olması, faizlerin monopol / oligopol piyasa kurallarına göre belirlenmesi sonucunu doğurmuş bu da reel faizlerin yüksekliğinin önlenemez olmasına yol açmıştır (Muratoğlu, 2001, s.75).

Yüksek reel faizlerin ortaya çıkardığı arbitraj imkanı, bankacılık kesiminin yurt dışından borçlanarak kamu açıklarını finanse etmelerini teşvik etmiştir. Sabit kur uygulaması ile dış borcun daha ucuz bir kaynak haline geldiği, bankacılık sektörünün açık pozisyonlarının arttığı ve cari açığın büyüdüğü gözlemlenmiştir.

Aynı dönemde, kamu bankalarının görev zararları nedeniyle kısa vadeli para piyasalarında aşırı derecede borçlanma baskısı yaratması, mali piyasalarda dalgalanmalara neden olmuştur.

Bankaların ellerindeki 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 bulundurmalarına yol açmış, bu durum bankaları vade uyumsuzluğu nedeniyle yüksek faiz riski taşıır hale getirmiştir (Keyder, s:1).

Aslında bu süreç, 1989 yılı itibarıyla sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının Türk ekonomisinin artan borçlanma ihtiyacı ile birleşmesi ve kamu kesimi borçlanma ihtiyacının kısa vadeli sermaye girişine dayandırılması ile başlamıştır. Dolayısıyla hükümetler 1990'lı yıllardan itibaren bu finansmanı sağlayabilmek için döviz kurunu baskı altına alıp, TL faizini çok yüksek tutma yoluna gitmişlerdir. 1989 ve 2000 yılları arasında bir yıl vadeli DİBS'lere çevrilen fonlar, bu sürede dolar bazında % 496 kazanç sağlamıştır (Karluk, 2004, s.477). Bu süreç sonunda, uygulanmakta olan kur çıpasına dayalı para politikası gereği likidite yaratım mekanizmasının döviz girişine dayandırılmış olduğu bir yapıda dış kaynak imkanlarındaki daralma likiditedeki bu artışın da yavaşlamasına yol açmıştır (Başaran, 2002, s.41).

Sonuç olarak, Türkiye'de finansal sektörde yapısal zayıflığın söz konusu olduğu bir ortamda piyasa yapıcılığı sistemi uygulamaya konmuştur.

3.1. 2000 - 2001 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi

01 Mayıs 2000³³ - 30 Nisan 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi, 19 banka ile başlatılmıştır. Piyasa yapıcısı olarak seçilen bankaların faaliyet sürelerinin bir yıllık olması planlanmıştır.

3.1.1. Piyasa Yapıcısı Seçilebilmek İçin Gereken Yeterlilik Kriterleri

Piyasa yapıcısı olmak için başvuran adayların aşağıda öncelik sırasına göre verilen kısıtlara göre değerlendirilmesi kararlaştırılmıştır. Piyasa yapıcısı seçilebilmek için aday olan bankanın;

³³ Piyasa yapıcılığı sistemine başlama tarihi 01.04.2000 olarak belirlenmesine rağmen teknik alt yapı nedeniyle fiili uygulama 08.05.2000 tarihinde başlatılmıştır.

- a) Sermaye yeterliliği rasyosu³⁴ % 8'in altında olmamalıdır.
- b) "Yabancı Para Genel Net Pozisyon³⁵ / Sermaye Tabanı³⁶" standart rasyosu artı veya eksi % 20'yi aşmamalıdır,
- c) Özkaynak tutarı, kâr hariç, değerlendirme farkları dahil, 10 trilyon TL'nin altında olmamalıdır,
- d) "Takipteki Alacaklar (Net) / Özkaynaklar (kâr hariç)" rasyosu % 25'i geçmemelidir,
- e) "Takipteki Alacaklar (Brüt) / Krediler" rasyosu % 10'u geçmemelidir,
- f) İkincil piyasadaki DİBS alım - satım işlemlerinin (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasasındaki kesin alım - satım işlemleri ile İMKB'ye tescil ettirilen işlemlerin) 3 aylık dönemler itibarıyla toplam hacmi 100 trilyon TL³⁷'nin üzerinde olmalıdır
- g) Birincil piyasadaki DİBS alımlarının 3 aylık dönemler itibarıyla toplam hacmi 40 trilyon TL³⁸'nin üzerinde olmalıdır.

Ayrıca, piyasa yapıcısı adaylarının 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 birtakım kriterler de değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

3.1.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar

3.1.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar

- a) Piyasa yapıcısı ihale sonrasında opsiyon³⁹ kullanabilecektir. Bir ihale sonrasında kullanılacak toplam opsiyon, ihalede satılan tutarın % 25'ini aşmamak koşuluyla, Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenir. Bir kurumun kullanacağı opsiyon tutarı ihalede kazandığı miktardan

³⁴ Sermaye Yeterliliği Rasyosu, sermaye tabanının, risk ağırlıklı varlıklar ve gayri nakdi yükümlülükler toplamına bölünmesiyle elde edilmektedir.

³⁵ Yabancı Para Net Genel Pozisyonu: Döviz varlıkları toplamı ile döviz yükümlülükleri toplamının Türk Lirası karşılıkları arasındaki farkı ifade etmektedir.

³⁶ Sermaye Tabanı: Ana sermaye ve katkı sermaye toplamından, sermayeden indirilen değerlerin düşülmesiyle elde edilmektedir.

³⁷ Yeni dönem için tekrar değerlendirilmek üzere, 1999 yılı değerleri baz alınarak belirlenmiştir.

³⁸ Yeni dönem için tekrar değerlendirilmek üzere, 1999 yılı değerleri baz alınarak belirlenmiştir.

³⁹ Opsiyon: Hazine Müsteşarlığı'nın uygun gördüğü takdirde, ihaleyi kazanan banka ve aracı kurumlara, talep etmeleri halinde, ihalede oluşan ortalama fiyattan ilave satış yapabildiğini ifade etmektedir.

daha fazla olamaz. Opsiyon kullanımına ilişkin teklifler, ihalenin yapıldığı gün saat 16:00'a kadar TCMB'ye iletilebilir.

- b) Piyasa yapıcısı geri alım ihalelerine⁴⁰ ve DİBS değiştirme ihalelerine⁴¹ katılabilecektir.
- c) Piyasa yapıcısı ihalelerde, o ihaleye ilişkin olarak ihale programında ilan edilen borçlanma tutarının üst limitinin % 10'unu aşmamak kaydıyla, ROT⁴² verebilecektir. Ortalamadan alım tekliflerinin karşılanmasıyla yapılacak DİBS ihracı, ihale için belirlenen üst limitin % 10'unu aşamaz. (Bankalar dışındaki Kamu Kurum ve Kuruluşlarına ihalede oluşan ortalama fiyattan yapılacak satışlar bu miktarın hesaplanmasında dikkate alınmaz)
- d) Piyasa yapıcısı ihalelere teminatsız⁴³ katılabilecektir.

3.1.2.2. Diğer Haklar

- e) Piyasa yapıcı "Türk DİBS Piyasa Yapıcısı" unvanını kullanabilecektir.
- f) Piyasa yapıcı "TAP⁴⁴" satışlarından faydalanabilecektir.
- g) Piyasa yapıcı her ay yapılacak olan Danışma Kurulu⁴⁵ toplantılarına bir temsilci ile katılabilecektir.
- h) Piyasa yapıcı TCMB ile konsinye işlem⁴⁶ yapabilecektir.

3.1.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülükleri

3.1.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

⁴⁰ Geri Alım İhalesi: Daha önce ihraç edilmiş olan DİBS'in vadesinden önce itfa edilmesi için açılacak geri alım ihalelerine yalnızca piyasa yapıcılar katılabilmektedir.

⁴¹ Değişirme : Daha önceden ihraç edilmiş DİBS' lerin yapılan başka bir DİBS ihracı ile değiştirilmesini ifade etmektedir.

⁴² ROT: Devlet İç Borçlanma Senedi ihalelerinde, ihale günü saat 11:00'dan önce verilen, ihalede oluşacak ortalama fiyattan alım teklifidir.

ROT, ihalede oluşması muhtemel fiyat / faiz oranının çok üzerinde teklif vermek ya da ihaleyi ortalama getiriden düşük bir teklifle kazanmak riskini elimine etmek açısından piyasa yapıcısına avantaj sağlamaktadır (Malvey, Archibald ve Flynn, 1998, s.5).

⁴³ ROT ve opsiyon hakları sadece piyasa yapıcılarının faydalanabildiği ayrıcalıklardır ve bu yöntemlerle verilecek teklifler için teminat şartı aranmamaktadır. Diğer katılımcılar Devlet İç Borçlanma Senedi ihalelerine katılabilmek için nominal teklif tutarlarının % 1'i kadar nakit teminat yatırmak durumundadırlar.

⁴⁴ TAP: DİBS'nin daha önceden belirlenmiş fiyatlardan TCMB kanalıyla satışa sunulmasını ifade etmektedir.

⁴⁵ Piyasa yapıcıların belirleyecekleri birer temsilcinin, Hazine Müsteşarlığı yetkililerinin ve konuya göre çağrılacak diğer kamu kurumlarının temsilcilerinin katılımıyla, belirli periyotlarla toplanacak olan kurulu ifade etmektedir.

⁴⁶ Konsinye İşlem: Daha önceden ihraç edilmiş DİBS' lerin ikincil piyasada TCMB tarafından Hazine Müsteşarlığı nam ve hesabına alınıp satılmasını ifade etmektedir.

Piyasa yapıcı her üç 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.

3.1.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

- a) 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 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 yapıcılarla 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.
- b) Ölçüt ihraçlarda alım - satım kotasyonları arasındaki azami açıklık aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:
- İskontolu DİBS'lerde⁴⁷ yıllık basit faiz için % 20 - 50 aralığındaki oranlardan 0,50 puan; % 50 ve üzerindeki oranlarda 1 puan; % 20'nin altındaki oranlarda 0,25 puan.
 - Kuponlu DİBS'lerde⁴⁸ yıllık basit faiz için % 20 - 50 faiz aralığında, fiyat üzerinden 500 TL ; % 50 ve üzerindeki 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.
- c) 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

⁴⁷ İskontolu DİBS: Kuponsuz olarak ihraç edilen ve faiz ödemesi, anapara ile birlikte vade sonunda gerçekleştirilen Devlet İç Borçlanma Senedir.

⁴⁸ Kuponlu DİBS: Faiz ödemeleri kupon dönemlerinde, anapara ödemesi ise vade sonunda olan Devlet İç Borçlanma Senedir.

değerinin senedin net ihraç tutarının % 2'sini aşması durumunda), o günün sonuna kadar söz konusu DİBS için kotasyon verme yükümlülüğünde olmayacaktır.

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

3.1.3.3. Piyasa Yapıcılarının Diğer Yükümlülükleri

- a) Piyasa yapıcıların, İMKB'ye üye olmayan yatırımcılarla olan kesin alım - satım işlem hacimleri, her üç aylık dönemde toplam kesin alım - satım işlem hacimlerinin en az % 1'i olacaktır.
- b) Piyasa yapıcı, yaptığı işlemleri ve piyasa yapıcılığı nedeniyle taşıdığı portföyü açıkça tanımlayacak ve talep edilecek raporları Hazineye iletacaktır. Raporlar, Hazine tarafından gizli tutulacaktır.
- c) 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.

3.1.3.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri

- 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.

3.1.4. Piyasa Yapıcılarının Denetimi ve Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinin Askıya Alınması ve Feshi

Piyasa yapıcılığı sözleşmesinin geçerli olduğu bir yıllık süre zarfında Hazine, gerekli gördüğü hallerde piyasa yapıcının sözleşme şartlarını yerine getirip getirmediğini denetleyebilecektir. Denetim masrafları piyasa yapıcı tarafından karşılanacaktır. Denetim standartları Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenecektir.

Piyasa yapıcısının yükümlülüklerini yerine getirmediğinin tespit edilmesi durumunda, Hazine, yazılı uyarıda bulunduktan sonra; sözleşmeyi, süresi baştan ilan edilmek kaydıyla, en çok 91 güne kadar askıya alır. Sözleşmenin askıda kaldığı süre içinde, sözleşmeye taraf olan banka, kendisine piyasa yapıcısı olarak tanınan haklardan yararlanamayacaktır.

Sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı, askı süresi sonunda sözleşmede yer alan yükümlülükleri yerine getirmemezse sözleşme, verilen bu süre sonunda Hazine tarafından derhal feshedilir. Piyasa yapıcılar, bu görevden ayrılmak istedikleri takdirde en az 15 gün öncesinden yazılı olarak Hazine'ye başvurmak suretiyle sözleşmeyi feshedebilirler.

Sözleşme herhangi bir nedenle sona erdiği veya askıya alındığı takdirde, Hazine bu durumu kamuoyuna ilan edecektir.

Piyasa yapıcı, sözleşmenin askıya alınması, feshedilmesi, süresinin sona ermesi halinde “Türk DİBS Piyasa Yapıcısı” unvanını hiçbir şekilde kullanamaz, sözleşmede yer alan haklardan faydalanamaz.

3.1.5. 2000 - 2001 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Sona Ermesi

2000 yılı başında uygulamaya konulan istikrar programı, döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı, sıkı maliye politikası ile desteklenen bir programdır. Bu çerçevede, sabit döviz kuru uygulaması⁴⁹ başlatılmıştır. Enflasyon ve döviz kurundaki değişmelerin eş oranlı gitmemesi nedeniyle oluşan durum, yabancı para cinsinden olan kaynakları TL kaynaklara göre daha çekici kılmış bu nedenle bankalar kaynaklarını kısa vadeli ve döviz cinsinden kullanımlarını ise uzun vadeli TL cinsinden gerçekleştirmişlerdir. Bu bağlamda, kredilerin aktiflere oranında önemli bir artış gerçekleşmiştir. DİBS'lerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı artmış, özel sektöre açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payı ise düşüş göstermiştir. Aktif ve pasif yapısındaki bu gelişmeler sonucunda 2000 yılında bankacılık kesimi, likidite ve faiz riskine karşı daha duyarlı bir duruma gelmiştir.

Nitekim, 2000 yılının ilk yarısında sabit döviz kuru uygulamasının verdiği öngörüye dayalı güvenle beraber para politikası uygulaması sonucu olarak risk priminin düşmesi, faiz oranlarının hızlı bir şekilde gerilemesini beraberinde getirmiştir. Ancak yılın ikinci yarısında, yapısal reformlar ve özelleştirmede gözlenen yavaşlama ile DİBS faizlerinde hızlı bir yükselme gözlenmiştir. Bu durum, sıg sermaye piyasalarında işlem yapan ve portföylerinde yüklü DİBS bulunduran piyasa yapıcılarını likidite sağlama konusunda zor duruma düşürmüştür. Faiz oranlarındaki hızlı yükseliş, DİBS'lerin piyasa değerlerinde ciddi bir düşüşe neden olmuş, bu durum piyasa yapıcılarını ciddi sermaye kaybıyla karşı karşıya bırakmıştır. Büyük sermaye kayıpları piyasa yapıcılarının mali yapılarında önemli bozulmalara yol açmıştır. Bu süreçte, dövizdeki açık pozisyonlar ve faiz riskinde, yani mali sektörün aktifleri arasına aldığı bütün risklerde realize olma durumu

⁴⁹ TCMB 2000 yılında uyguladığı kur politikası ile; 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin TL karşısındaki değerini yüzde 20'lik TEFE yıl sonu hedefi doğrultusunda önceden açıklamıştır. (TCMB 2000 Yıllık Rapor)

yaşanmış ve Kasım 2000 krizi patlak vermiştir (Kumcu, 2001, s.15). Türk Bankacılık Sisteminin 33 milyar ABD dolarlık portföyünün 11 milyar dolarlık bölümü zarara dönüşmüştür.

Kasım krizi sonrasında alınan önlemler ve IMF'ten sağlanan ek rezerv kolaylığı, piyasalardaki dalgalanmayı kısmen gidermiştir. TCMB, döviz rezervlerini artırmış ve faiz oranları önemli ölçüde gerilemiştir. Bankaların yabancı para cinsinden borçlanarak veya döviz mevduatı toplayarak ağırlıklı olarak DİBS olmak üzere, TL cinsinden aktif tutmaları, açık pozisyonlarını yükseltmiştir. Ancak, 2000 Kasım krizinin hemen sonrasında 2001 yılı Şubat ayında yaşanan siyasi gerginlik, uygulanan programa ve kur politikasına olan güveni tamamen sarsmış ve döviz talebini de önemli ölçüde arttırmıştır. Ortaya çıkan likidite sıkışıklığı, ödemeler sisteminin kilitlenmesine yol açmıştır. Bankacılık sektörü vade uyumsuzluğu nedeniyle Kasım Krizinde maruz kaldığı faiz riski ve likidite riski sonrasında, görev zararları ve açık pozisyonlar nedeniyle Şubat Krizi sonrasında da faiz riski ve kur riskine maruz kalmıştır (Keyder, s.3).

Bu süre içerisinde, piyasa yapıcısı bankaların DİBS portföylerinin, öz kaynakları ile kaldıramayacağı büyüklüğe ulaşması söz konusu olmuş ve banka bilanço yapılarında ciddi bozulmalar yaşanmıştır. Nitekim, Kasım ayının ikinci yarısında, kısa vadeli faizlerde yaşanan sıçrama, tahvil bono fiyatlarında ciddi bir düşüşü beraberinde getirmiştir. Bu durum, piyasa yapıcısı bankaların kotasyon yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Piyasa yapıcısı bir banka, likidite ihtiyacını karşılayamamış ve TMSF' ye (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) devredilmiştir.

Öz kaynak yetersizliği, kamu bankalarının sistemdeki ağırlığının yarattığı bozucu etkiler, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, bankaların yetersiz iç kontrol ve risk yönetim sistemleri, banka bilançolarındaki saydamlığın yetersizliği, zayıf aktif kalitesi gibi bir takım yapısal sorunlara, uzun süredir yaşanan makroekonomik istikrarsızlıkların etkilerinin eklenmesi bankacılık sisteminin sistematik risklere karşı duyarlılığını artırmıştır (Kaya, 2002, s.1). Diğer taraftan Türkiye finansal piyasalarında, piyasa yapımcılarının karşılaşılabilecekleri piyasa riskine karşı korunma sağlayabilecekleri bir

vadeli işlem piyasasının bulunmaması piyasa yapıcılığı uygulamasını oldukça olumsuz etkilemiştir.

Sonuç olarak, kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasını derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla, Mayıs 2000'de Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulaması başlatılmış olan piyasa yapıcılığı sistemi Kasım 2000'de ortaya çıkan krizle birlikte fiilen, Mayıs 2001'de de bankalarla imzalanan piyasa yapıcılığı sözleşmelerinin süresinin bitmesi ile hukuken sona ermiştir.

3.2. 2002 - 2003 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizler ile kesilen Stand-by anlaşması 2002 yılı başında yenilenmiş ve 2002 - 2004 dönemini için yürürlüğe konmuştur. Yenilenen Stand-by anlaşması kapsamında, kamunun borçlanma maliyetini düşürmek ve borçlanmasını kolaylaştırmak amacıyla destekleyici tedbir niteliğinde kuvvetlendirilmiş bir piyasa yapıcılığı sisteminin yeniden uygulamaya geçirilmesi kararlaştırılmıştır ve 2 Eylül 2002 - 29 Ağustos 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi, Tablo 4.1'de görülen 10 banka ile yeniden başlatılmıştır.

2000 Kasım ve 2001 Şubat ikiz krizlerin ardından, uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesi olanaksızlaşmış ve döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir. Kriz sonrası uygulanan program ile, TCMB bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanının kontrol edilmesi ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılması amaçlanmıştır. Net İç Varlıklar (NİV) kalemi için tavan, Net Uluslararası Rezervlerdeki (NUR) dönemsel değişimler için taban değerler belirlenmiş ve bu değerler performans kriteri haline getirilmiştir (TCMB 2001 Yıllık Rapor).

2002 yılında para tabanı hedefi, gösterge niteliğinden performans kriterine dönüştürülmüştür. NUR ve NİV, gösterge niteliği taşıyan performans kriterleri olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak, bu dönemde dalgalı kur rejimine

geçilmesiyle birlikte TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolü artmış ve kısa vadeli faiz oranları, para politikası uygulamasının temel aracı haline gelmiştir. Bilindiği gibi, faiz oranlarındaki dalgalanmaların azalması, menkul değer getiri oranlarındaki belirsizliğin azalması anlamına gelmektedir (TCMB 2002 Yıllık Rapor).

Ekonomik istikrarsızlığın söz konusu olduğu sıg finansal piyasalarda yüksek risk algılamaları söz konusu olmakta, dolayısıyla piyasa riski yükselmektedir. Bu bağlamda, operasyonel hedef olarak faiz oranlarının seçilmesi, piyasa yapıcılarının maruz kalabileceği faiz riskinin bir anlamda kontrol altına alınmasını sağlayabilecektir.

Finansal piyasalardaki istikrarı güçlendirmeye yönelik uygulamalar doğrultusunda 2 Eylül 2002 tarihinden itibaren piyasa yapıcılığı sistemi tekrar uygulamaya konulmuş, TCMB sistemi desteklemek amacıyla piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri kanalıyla sınırlı ve koşullu olarak Türk Lirası likidite imkanı tanımıştır.

2000 yılı Kasım ayı ve 2001 yılı Şubat ayında yaşanan finansal krizler sonrasında mali disiplini ve şeffaflığı sağlamak, makro dengeleri sağlıklı bir hale getirmek amacıyla TCMB, BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) ve Hazine Müsteşarlığı tarafından bir takım yapısal reformlar hayata geçirilmiştir.

2001 yılı Mayıs ayında, TCMB 1211 sayılı Kanunu, Bankanın temel görev ve yetkilerinin tanımlandığı madde 4'te değişiklik yapılmış⁵⁰ ve TCMB'nin temel hedefi, fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin olarak oluşturulması gereken ön şartlardan birisi, finansal istikrardır. Finansal istikrar, hem para, hem döviz hem de tahvil-bono piyasasının sağlıklı ve etkin çalışması sayesinde gerçekleştirilebilmektedir. Bu durumda, TCMB'nin DİBS piyasalarının gelişimini desteklemesi kaçınılmaz olmaktadır.

⁵⁰ TCMB'nin 28.5.1986 tarih, 3291 sayılı Kanununun değiştirilen şeklinde; para ve kredi politikasının, kalkınma planları ve yıllık programlar göz önünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürütüleceği belirtilmiştir.

Ayrıca, Hazine Müsteşarlığı'na tanınan kısa vadeli avans imkanının kaldırılması, TCMB'nin birincil piyasadan Hazine Müsteşarlığı ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın almasının yasaklanması, TCMB politikasının şeffaflığını artıran bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Bu kanunla TCMB'nin bağımsızlığı teminat altına alınmıştır. Merkez bankalarının bağımsızlığı ve şeffaflığı, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması açısından son derece gereklidir. Merkez bankalarının bağımsızlıklarının uygulamada güvenilirliğin artmasına, şeffaflıklarının ise para politikasının daha öngörülebilir duruma gelmesine ilişkin sağladıkları katkılar nedeniyle önem taşımaktadır.

Merkez bankalarının, nihai hedef olarak belirlenen fiyat istikrarına ulaşabilmeleri için iki temel stratejileri vardır. Birincisi, para politikasını dolaylı olarak, bir "ara hedef değişken" (parasal büyüklükler, kur gibi) üzerine kurmaktır. İkinci strateji ise, para politikasını doğrudan nihai hedef üzerine kurmaktır. Merkez bankaları bu hedeflere ulaşabilmek için faiz oranları, rezerv para veya döviz kuru gibi operasyonel hedefler kullanmaktadırlar. Operasyonel bağımsızlık, merkez bankalarının fiyat istikrarının tesis etmelerine olanak tanımaktadır. Fiyat istikrarının sağlanamaması piyasalarda güven ortamının yaratılmasını engellemekte, güven ortamının oluşturulamadığı piyasalarda piyasa yapıcılığı sisteminin yürütülmesi imkansızlaşmaktadır. Dolayısıyla yukarıda sözü edilen bu gelişmeler piyasa yapıcılığı sisteminin daha sağlıklı bir ortamda uygulanmasına imkan tanımaktadır.

Yapısal sorunları nedeniyle iç ve dış şoklara karşı oldukça duyarlı ve kırılgan hale gelen Türk bankacılık sistemi; Kasım krizi sonrasında likidite ve faiz riski nedeniyle, Şubat krizi sonrasında ise kur riski nedeniyle ciddi sorunlar yaşamıştır. Yaşanan krizler BDDK'nında bir takım önlemler almasını kaçınılmaz hale getirmiştir. 15 Mayıs 2001 tarihinde kamuya açıklanan "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", Türk bankacılık sisteminin yapısal sorunlarını çözmeye yönelik olarak oluşturulmuştur. BDDK tarafından bankacılık sektörünün güçlendirilmesine yönelik olarak

gerçekleştirilen yapısal reformlar⁵¹ bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir yapıya kavuşma sürecini başlatmıştır. Güvenilir bir bankacılık sektörünün oluşturulması hem birincil hem de ikincil tahvil - bono piyasasının etkin işlemesine dolayısıyla piyasa yapıcılığı sistemine destek vermektedir.

Bankacılık sektörüne olan güvenin artırılması amacıyla, kamu bankalarının çok yüksek tutarlara ulaşan nakit açıklarını gidermek ve oluşan fon ihtiyaçlarının azaltılmasına yönelik olarak Hazine tarafından bu bankalara görev zararı alacakları karşılığında değişken faizli menkul kıymetler verilmiştir. TCMB tarafından bu kıymetlerin satın alınarak likiditenin artması sağlanmıştır. Böylece kamu bankalarının görev zararlarının tamamı tasfiye edilerek bilançolarının küçültülmesi, faiz ve likidite şoklarına karşı kırılganlıklarının azaltılması amaçlanmıştır. Buna ek olarak kamu bankalarında aynı sorunların tekrar yaşanmaması için bir takım önlemler alınmıştır.

Aynı amaçla, 2001 yılında 61 olan banka sayısı 54'e düşürülmüştür. TMSF bünyesindeki bazı bankalar birleştirilmiş, bazılarının bankacılık yapma ve mevduat kabul etme izinleri kaldırılmış ve tasfiye edilmiştir. Şu an TMSF bünyesinde 4 banka bulunmaktadır. Kamu bankası olan Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tasfiye edilmiş, T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ve Türkiye Halk Bankası A.Ş. bünyesinde birleştirilmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri mali sisteme ve mali piyasalardaki aktörlerin birbirlerine karşı güvenlerini derinden sarsmıştır. Bu nedenle, BDDK, Hazine Müsteşarlığı ve TCMB krizden bu yana bankaların faaliyetlerini günlük bazda yakından takip etmektedir. Ayrıca sermaye yeterliliği kriterleri dikkate alınarak özel bankalardan sermaye artırımları veya sermaye benzeri kredi teminleri ve yeniden yapılandırma stratejilerini içeren taahhüt mektupları alınmıştır.

⁵¹ BDDK, 8 Şubat 2001 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan "Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında Yönetmelik" ve 10 Şubat 2001 tarihli Resmi Gazetede piyasa riskinin sermaye yeterliliğine dahil edilmesini gerektiren "Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik" ile yasal düzenlemeleri gerçekleştirmiştir. Bankaların Temmuz 2002 tarihinden itibaren çağdaş piyasa risk ölçüm tekniklerini kendilerine adapte etmeleri istenmiştir. (Mandacı, 2003, s:68)

TCMB tarafından finansal istikrara yönelik olarak gerçekleştirilen yapısal reformlara, BDDK'nın bankacılık sektöründe güvenin artmasına yönelik olarak yaptığı reformların eklenmesi, piyasa yapımcılarının faaliyetlerini daha sağlıklı bir ortamda gerçekleştirebilmeleri açısından çok büyük önem taşımaktadır.

Mali disiplin ve şeffaflığın sağlanmasına olanak tanıyan bir düzenleme ise Hazine Müsteşarlığı'nın kamu finansmanı ve borç yönetimi uygulamasında etkin ve doğru bir borç yönetimi gerçekleştirmek amacıyla borçlanma kanununda gerçekleştirdiği değişikliktir. Kamu finansmanı ve borç yönetiminin düzenlenmesine ilişkin 28.3.2002 tarihli, 4749 sayılı Kamu Borçlanma Yasası öncesi, devlet adına mali yükümlülük ve alacak yaratan işlem yapma yetkisi, 4059 sayılı Kanuna dayandırılmaktaydı. Ancak, yeni kanunla, borçlanmada tek bir otoritenin oluşması ve mevzuatın tek bir çatı altında toplanması amaçlanmış, borçlanma limitine ilişkin sınırlama daha da sıkılaştırılmıştır. Kanunda, genel borçlanma limitinin yanı sıra garanti imkanı ve ikrazen (borca karşılık) ihraç edilecek DİBS'lere de sınırlama getirilmiştir.

4749 sayılı Kanunla yürürlüğe giren bir diğer yenilik ise risk hesabının uygulamaya girmesidir. Bu kanun yürürlüğe girene kadar nakit planında hesaba katılmayan ödemeler nedeniyle borçlanma planı tamamen bozulmakta ve borç yönetimi üzerinde olumsuz etkiler oluşmaktaydı.

Kanunun uygulamaya girmesiyle birlikte borç yönetiminde şeffaflığın sağlanması ve kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla, üçer aylık dönemler itibarıyla Kamu Borç Yönetim Raporları yayımlanmaya başlanmıştır (Demir, 2004, s.97).

Borçlanmaya ilişkin şeffaflık, hesap verilebilirlik ve mali disiplinin artırılması, borçlanma faizlerindeki risk priminin azaltılması ve borçlanma politikalarının tahmin edilebilirliğini sağlamaya yönelik uygulamalardır. Bu faktörlerin hepsi sağlıklı piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulması açısından son derece önemlidir. Şeffaflık, piyasa yapımcılarının risk yönetimi açısından gereken bilgiyi edinmelerine olanak tanımakta, belirsizliklerin azaltılmasını sağlamakta, böylece istikrarın artırılmasını desteklemektedir.

DİBS piyasalarının dinamikleri açısından en önemli faktörlerden bir tanesi piyasa yapımcılarının istikrarıdır. TCMB ve Hazine Müsteşarlığı sistemin makro belirleyicilerine (enflasyon, konsolide bütçe açığı ve reel faizler), BDDK ise mikro (öz kaynaklar, likidite, aktif kalitesi, karlılık ve yabancı para pozisyonu) belirleyicilerine yönelik olarak finansal sistemin güvenilirliğini artıran sağlıklı bir sistemin oluşumunun temellerini atmışlar ve böylece piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanması için daha uygun bir finansal ortam oluşturmuşlardır. Bu gelişmelere dayanarak piyasa yapıcılığı sistemi, borç yönetimindeki etkinliğin artırılması, DİBS'lerin ikincil piyasasında likiditenin artırılması ve piyasa yapıcısı bankalara gerek birincil piyasada, gerekse ikincil piyasada sağlanacak ayrıcalıklar ile sistemin etkinliğinin sürekli kılınması amacıyla Hazine Müsteşarlığı'nca belirlenen kriterler doğrultusunda yeniden uygulanmaya başlanmıştır.

3.2.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar

3.2.1.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar

- a) 2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında olduğu gibi, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında da piyasa yapımcıları, ihale sonrası teklif verebilecektir. Ancak, 2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ihale sonrası teklif kullanımına ilişkin teklif süresi valör günü saat 16:00'ya kadar iken 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında bu süre saat 17:00'a kadar uzatılmıştır. Ayrıca, 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 piyasa yapıcısının ihalede aldığı net tutarın (ROT'ların karşılanması yoluyla yapılan satışlar hariç) % 25'i kadarı olarak belirlenmiştir.
- b) Her iki uygulamada da piyasa yapımcıları ihalelere teminatsız katılabilmektedirler. Ancak, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı

sistemi uygulamasında ilk sözleşmeye ilave olarak, ihaleyi kazanıp yükümlülüklerini yerine getiremeyen piyasa yapıcılara, takip eden ihalelerde diğer yatırımcılara uygulanan cezai teminat şartları uygulanacağı şartı eklenmiştir.

- c) Hem 2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi hem de 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamalarında piyasa yapıcılarını ihalelerde, o ihaleye ilişkin olarak ihale programında ilan edilen borçlanma tutarının üst limitinin % 10'unu aşmamak kaydıyla, ROT verebilmektedirler. Farklı olarak, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında ihale için üst limit ilan edilmemesi durumunda, Hazine Müsteşarlığının herhangi bir oran açıklamadan uygun gördüğü miktarda satış yapabileceğine ilişkin bir ekleme yer almaktadır.
- d) 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi sözleşmesine, Piyasa yapıcılarını 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'ten daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen DİBS'leri Hazine Müsteşarlığı'na değişim⁵² amacıyla iade edebileceği maddesi eklenmiştir. Geri alınacak olan DİBS'lerin fiyatları İç Verim Oranı esasına göre hesaplanacağı ve Müsteşarlık tarafından ihalelerden önce ilan edileceği belirtilmiştir. Değişimin ancak, ihalede satılan DİBS'lerinden daha kısa vadeli DİBS'leri ile gerçekleştirilebilecek olması, borçlanma vadesinin uzatılmasına yönelik olarak uygulanması planlanmış bir stratejidir.
- e) Bu sözleşmede, halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece Piyasa yapıcılarının aracılık edebileceği belirtilmiştir.

3.2.1.2. İkincil Piyasaya İlişkin Haklar

⁵² Değişirme: Hazine Müsteşarlığı tarafından likit olmayan devlet borçlanma senetlerinden ve üç ay içerisinde itfası olan devlet borçlanma senetlerinden, ölçüt kıymetlerin likiditesini arttırmak amacıyla uygulanan aktif değişim programıdır.

Piyasa yapıcılar, TCMB bünyesinde kurulacak olan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda⁵³ DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabileceklerdir. Piyasa yapıcı olarak yetkilendirilmeyen bankalar sadece DİBS ödünç veren taraf olabileceklerdir. DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası, piyasa yapıcılığı sisteminin bir destekleyici unsuru olmak kaydı ile bankacılık sisteminde atıl tutulan DİBS'lerin daha verimli kullanılmasını sağlamak amacıyla, DİBS fazlası olup bunu kısa dönemde plase etmek isteyen bankalar ile DİBS ihtiyacı bulunup bunu karşılamak isteyen piyasa yapıcısı bankaların birbirleriyle karşılaştığı bir piyasadır. (2003, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı, TCMB) Dolayısıyla, DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası, ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük risk ile ilave getiri elde etme imkanı yaratırken, ödünç alacak taraftaki piyasa yapıcısı bankaların ikincil piyasada kotasyon verme yükümlülüklerini kolaylaştırmaktadır (TCMB 2003 Yıllık Rapor, s.76).

3.2.1.3 Diğer Haklar

- a) 2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında piyasa yapıcıları her ay yapılacak olan Danışma Kurulu toplantılarına bir temsilci ile katılabilmekte iken 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi dönem uygulaması piyasa yapıcılarının, bu toplantılara iki temsilci ile katılabilecekleri şekilde düzenlenmiştir.
- b) 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi sözleşmesinde Hazine Müsteşarlığı'nın, para piyasalarında yapacağı nakit işlemlerini⁵⁴ piyasa yapıcıları ile gerçekleştireceği belirtilmiştir.

3.2.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar

TCMB, 3 Eylül 2002 tarihli Basın Duyurusu ile finansal piyasaların derinleşmesine sağlayacağı katkılar nedeniyle, fiyat istikrarı temel hedefi ile

⁵³ DİBS Ödünç İşlemleri'nin yasal dayanağını, TCMB Kanununun, TCMB'nin menkul kıymet ödünç işlemleri yapabilmesi ve ödünç işlemlerine aracılık edebilmesine ilişkin 52. maddesi ile Hazine Müsteşarlığı'nın mali ajanlık ve haznedarlık görevini üstlenmesine ilişkin 41. maddesi, oluşturmaktadır

⁵⁴ Para Piyasası Nakit İşlemleri: Hazinenin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak üzere DİBS çıkarmaksızın yapılan azami 30 gün vadeli borçlanmalar ile kısa vadeli Hazine nakit fazlasını değerlendirmek üzere yapılan azami 30 gün süreli işlemlerdir.

uyumlu olarak, piyasa yapıcılığı sistemini destekleyeceğini ve piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde Türk Lirası likidite imkanı sağlayacağını belirtmiştir.

Piyasa yapıcısı bankalara sağlanacak likidite imkanı, söz konusu bankaların Hazine Müsteşarlığı'nın ihraçlarından aldıkları / alacakları ve itfa edilmemiş DİBS'lerin ihraç değerlerinin % 10'u ile sınırlı olacaktır. Bu tutar belirlenirken; ihale, ihale sonrası teklif, ROT, halka arz, TAP ve değişim ihalelerinden alınan Türk lirası cinsi kıymetlerin net tutarı esas alınmakta, dövize endeksli kıymetler hariç tutulmaktadır.

Bu imkan iki şekilde değerlendirilebilmektedir:

- a) Piyasa yapıcısı bankalar, sağlanan % 10'luk likidite imkanının tamamını kotasyon yöntemi ile yapılacak repo işlemleri için kullanabileceklerdir. Piyasa yapıcısı bankalarla gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kotasyon yönteminin kullanılacağı ve faiz oranlarının TCMB tarafından saptanacağı belirtilmiştir. TCMB, bu süreçte, piyasa yapıcısı bankalarla gerçekleştireceği repo işlemleri faiz oranlarını, piyasa koşullarını dikkate alarak, TCMB borçlanma faiz oranı üzerine ilave bir faiz oranı ekleyerek belirleyeceği, ancak, bu faiz oranının TCMB Türk Lirası borç alma / borç verme kotasyonları ortalamasının üzerine çıkmayacak şekilde oluşturulacağı duyurulmuştur. Piyasa yapıcısı bankalar, repo işlemlerini saat 10:00 - 16:00 arasında gerçekleştirebileceklerdir.
- b) Piyasa yapıcısı bankalar, sağlanan % 10'luk likidite imkanının en fazla yarısına denk gelecek tutardaki, Hazine Müsteşarlığı'nca ölçüt kıymet kabul edilen Türk lirası cinsi DİBS'leri, TCMB'ye satabileceklerdir. TCMB piyasa yapıcısı bankalardan gerçekleştireceği ölçüt DİBS alış işlemleri için ihale yöntemini tercih edecek olup uygulamaya konu olacak DİBS'lerinin piyasa yapıcısı bankalarla görüşülerek belirleneceği ve uygun görülmesi durumunda DİBS'ler için tercihen doğrudan alım ihaleleri de açılacağı ya da piyasa koşullarının gerektirmesi durumunda, alım işlemlerini kotasyon yöntemi ile de gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. Piyasa yapıcısı bankalarla

belirlenen limitler çerçevesinde kotasyon yöntemi ile gerçekleştirilecek repo işlemlerinin vadeleri, gecelik (O/N) ve bir hafta olarak belirlenmiştir. Ayrıca, bir günde gerçekleştirilebilecek 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.

Özetle, TCMB tarafından piyasa yapıcısı bankalara tanınan likidite imkanının, limitli olması hedeflenmiştir. Bu nedenle, işlemlerde kullanılacak yöntemler gereği, sağlanan imkanın sürekli bir fonlama aracı olarak kullanılamayacağı bir yapı oluşturulmuştur. Geçerli olacak işlem faiz oranlarının piyasa şartlarını yansıtır şekilde belirleneceği kararlaştırılmıştır.

Bu tip imkanlar, özellikle yeterli likiditeye sahip olmayan gelişmekte olan piyasalar için son derece önemlidir. Likiditenin yetersiz olduğu piyasalarda yeterli işlem hacminin oluşması beklenemez. Bu açıdan, devlet bono ve tahvillerinin ikincil piyasası merkez bankalarının piyasaya likidite sağlaması ile çok yakından ilgilidir (Kumcu, 1999).

3.2.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler

3.2.3.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında piyasa yapıcı her üç aylık dönemde birincil piyasada ihraç edilen DİBS'lerinin net tutar olarak en az % 2'sini almakla yükümlü iken 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında piyasa yapıcı 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'ini almakla yükümlü hale getirilmiştir. En az alım yükümlülüğünün 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

alınmaktadır. Hem 2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi dönemi hem de 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi dönemi için söz konusu olan bu tutarların hesaplanmasında ROT veya ihale sonrası teklif yoluyla yapılan satışların dahil edilmemesi şartına, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında 3 aylık referans bono ihalelerinin de dahil edilmemesi şartı eklenmiştir. Ayrıca 2002 - 2003 dönem sözleşmesinde, söz konusu üçer aylık dönemler içerisinde kalmak kaydı ile piyasa yapıcının herhangi bir ayda aylık yükümlülüğünden fazla almış olduğu tutarın, bir sonraki ay yükümlülüğünden mahsup edileceği şeklinde yeni bir düzenleme getirilmiştir.

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında 19 adet piyasa yapıcısı banka belirlenmiştir. Sisteme dahil olan her bir bankanın birincil piyasada ihraç edilen DİBS'lerinin asgari % 2'sini alım yükümlülüğü, minimum % 38'lik bir alım garantisi anlamına gelmektedir. 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, sisteme dahil 10 adet piyasa yapıcı banka olması ve söz konusu bankalardan her biri için birincil piyasadan üç aylık dönemde % 5'lik asgari alım yükümlülüğü belirlenmesi, % 50 oranında bir alım garantisini ifade etmektedir (Elmadağ, 2005, s.81).

3.2.3.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcının ikincil piyasada likiditeyi sağlamasına ilişkin olarak İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında, sürekli olarak, Hazine tarafından belirlenmiş tüm ölçüt ihraçlar için alım-satım kotasyonu verme ve bu kotasyonlar üzerinden işlem yapma yükümlülüğü 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde bir takım değişikliklere tabii tutulmuştur. Şöyle ki;

- a) Alım - satım kotasyonlarının asgari büyüklüğü 2 trilyon TL'den 3 trilyon TL'ye yükseltilmiştir.
- b) Ölçüt ihraçlarda alım - satım kotasyonları arasındaki azami açıklık yeniden belirlenmiştir.
 - İskontolu DİBS'ler için kotasyonlar arası açıklık, % 40-59,99 aralığında 1,00 puan; % 60 ve üzerindeki oranlarda 1,50 puan;

%39,99'nin altındaki oranlarda 0,50 puan yıllık basit faiz üzerinden verilir.

- Kuponlu DİBS'ler için kotasyonlar fiyat üzerinden verilir ve alış - satış fiyatları arasındaki açıklık azami 1.000 TL'dir.

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan aşağıdaki üç madde 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamaktadır.

- c) 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.
- 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) Piyasa yapıcıların, İMKB'ye üye olmayan yatırımcılarla olan kesin alım -satım işlem hacimleri, her üç aylık dönemde toplam kesin alım - satım işlem hacimlerinin en az % 1'i olacaktır.

3.2.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri

3.2.4.1. Ölçüt İhraçlar

Piyasa yapıcıların kotasyon vermekle yükümlü olduğu ölçüt ihraçlar, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmi dikkate alınarak Müsteşarlık 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.

3.2.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin İşleyişine Yönelik Olarak Getirilen Yenilikler

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminin, finansal piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler sonrasında uygulanamaz hale gelmesi nedeniyle bu dönemde sistemin işleyişine yönelik aşağıdaki yenilikler getirilmiştir:

- Piyasa koşullarında önemli ve ani değişimler olması durumunda, Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu olağanüstü toplantıya çağırılır.
- Müsteşarlık sözleşmede belirtilen kotasyon verme yükümlülüğünü geçici bir süre için kaldırabilir veya azami kotasyon açıklıklarını artırabilir.

3.2.4.3. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinin Askıya Alınması ve Feshine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yenilikler

2000 - 2001 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcısı yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde, Hazine Müsteşarlığı, yazılı uyarıda bulunduktan sonra sözleşmeyi, süresi baştan ilan edilmek kaydıyla, en çok 91 güne kadar askıya almaktayken, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcı, mücbir sebepler dışında öngörülen yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde öncelikle Hazine Müsteşarlığı tarafından sözlü olarak uyarılmakta, söz konusu durumun tekrarı halinde ise yazılı olarak uyarılmaktadır. 2002 - 2003 dönemi yükümlülüklerinin üç kez ihlal edilmesi durumunda, piyasa yapıcının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınmakta ve bu durumun kamuoyuna duyurulacağı belirtilmektedir. Buna ek olarak, sözleşmesi askıya alınan piyasa yapıcı, askı süresi içinde sözleşmede yer alan yükümlülükleri eksiksiz olarak yerine getirmese sözleşmenin verilen bu süre sonunda Hazine Müsteşarlığı tarafından derhal feshedileceği ve bu durumun kamuoyuna duyurulacağı belirtilmektedir.

Ayrıca, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşme süresinde, sözleşmenin ancak bir kez askıya alınabileceği belirtilmiştir. Sözleşmesi daha önce askıya alınmış olan ve askı süresi sonunda sözleşmesi devam eden

piyasa yapıcı, yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde sözlü olarak uyarılır. Durumun ilk tekrarında yazılı uyarıda bulunulur. Yükümlülüklerini üç kez ihlal eden piyasa yapıcının sözleşmesi derhal feshedilir ve durum kamuoyuna duyurulur.

3.3. 2003 - 2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sistemi

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 içerisindeki payı, 2004 yılı sonu itibarıyla % 58'e çıkmıştır. Toplam borç stoku içinde 2002 yılında % 55 olan değişken faizli senetlerin payı, 2004 yılı sonunda % 46 seviyesine gerilemiştir (Kamu Net Borç Stoku 2004 Yıl Sonu Gerçekleşmeleri, s.8). Tüm bu gelişmeler, borç stokunu iç ve dış dalgalanmalara karşı daha dayanıklı bir yapıya kavuşturmuş dolayısıyla piyasa yapıcılarının riske duyarlılıklarının azaltılmasına katkı sağlamıştır.

2003 - 2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesi, 2002 - 2003 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesi ile genel olarak aynı kalmış, sadece uygulamayı etkinleştirmek amacıyla bir takım değişiklikler yapılmıştır. Ayrıca, 01 Eylül 2003 – 31 Eylül 2004 döneminde, mevcut on bankaya bir kamu bankası olan T. Halk Bankası A.Ş. eklenmiştir. (Bkz. Tablo 4.1.)

2004 yılı Şubat ayından itibaren iç borçlanma ihalelerinde “çoklu fiyat ihale sistemi” uygulamasına geçilmiştir. Çoklu fiyat ihale sisteminde, yatırımcıların ihalede DİBS almaya hak kazanmaları durumunda, bu senetleri kendi teklif ettikleri fiyat (faiz) üzerinden almaları gerekmektedir. İhalden ROT veya İhale Sonrası Satış yoluyla satış yapılması halinde, söz konusu imkanlardan faydalanma, ihalede oluşan ortalama fiyat (faiz) üzerinden olabilecektir. DİBS'lere yönelik değişim ihalelerinde ise “tek fiyat sistemi” uygulamasına devam edilmesi kararlaştırılmıştır (2003 Yılı Finansman Gerçekleşmeleri ve 2004 Yılı Finansman Programı).

Çoklu fiyat ihale sisteminde, ihale için teklif edilen faiz oranları üzerinden optimum faiz oranı belirlenmektedir. Optimum faiz oranından daha düşük teklifte bulunan tüm katılımcılar, kendi teklif ettikleri faiz oranı ya da fiyattan DİBS almaya hak kazanmaktadırlar. Tek fiyat yönteminde ise, ihaleye gelen teklifler içinden borçlanma maliyetini minimize eden fiyatın belirlenmesi söz konusu olmaktadır. Bu ihale yönteminde tüm katılımcıların kazanımı tek fiyat üzerinden olmaktadır.

Tek fiyat ihale sisteminde, ikincil piyasada birbirlerinin rakibi olan piyasa yapıcıları birincil piyasadaki ihalelerde aynı faiz oranından DİBS almakta, dolayısıyla maliyetlerinde bir farklılaşma olamamaktadır. Ancak, çoklu fiyat ihale sisteminde piyasa yapıcısı bankalar, yükümlülüklerini yerine getirirken aynı zamanda fiyat/faiz rekabeti içine girmektedirler. Çoklu fiyat ihale sistemi yapısının daha rekabetçi olması, piyasa yapıcılarının birlikte davranma olasılığının en aza indirgenmesini sağlamaktadır (Gürses, 2003).

Friedman⁵⁵, DİBS ihalelerinin çoklu fiyat ihale sisteminden, tek fiyat ihale sistemine çevrilmesinin, borç yöneticisinin borçlanma maliyetini azalttığını ileri sürmektedir. Ancak, Friedman tek fiyat ihale sistemi uygulamasında piyasa yapıcılarının bazı ekstra kazançlarını kaybettiğini, çünkü sadece piyasa yapıcılarının ihalelere katılabildiği ülke uygulamalarında, çoklu fiyat ihalelerinde piyasa yapıcılarına duyulan teknik bilgi ve finansal analiz ihtiyacının, tek fiyat ihale sisteminde azaldığını belirtmektedir (Malvey ve Archibald, 1998, s.3-4).

İkincil piyasa likiditesini geliştirmenin en etkin yöntemlerinden bir tanesi borçlanmanın ihraç koşullarıdır. Bu bağlamda, ihale sistemi büyük önem taşımaktadır (Breuer, 1999, s.5). Piyasa yapıcılığı sisteminin çoklu fiyat sistemi ile kombinasyonu, piyasa yapıcılarının agresif talepte bulunarak yeni ihraç edilen kıymetlerden yüksek pay alabilmeleri için fırsat yaratmakta, dolayısıyla pazar gücü⁵⁶ elde etmelerine olanak tanımaktadır (OECD Economic Outlook, 1999, s.174). Malvey, Archibal ve Flynn'ın 1995 yılında yaptıkları analitik çalışma sonuçlarında, tek fiyat ihale sisteminde ihale

⁵⁵ Bu görüşün orijinali, Fridman'nın 1959 yılına ait makalesinde yer almaktadır.

⁵⁶ "Pazar gücü" kavramı ile anlatılmak istenilen piyasa yapıcılarının fiyat belirleme yeteneğinin ölçüsüdür. Tam rekabet piyasalarında piyasa katılımcılarının pazar gücü yoktur.

katılımcılarının net maliyetlerinin çoklu fiyat sisteminde olduğu gibi kendi fiyat teklifleri üzerinden değil ihalede kabul edilen en düşük fiyat teklifi üzerinden gerçekleşmesi nedeniyle daha agresif teklifte bulduklarını belirtilmektedir. Ayrıca, aynı çalışmada tek fiyat ihale sisteminde ortalama alım – satım kotasyonları arasındaki açıklığın çoklu fiyat ihale sisteminden daha dar olduğu tespit edilmiştir (Malvey ve Archibald, 1998, s.1).

3.3.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar

2003 - 2004 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcılarına sağlanan haklar konusunda sadece birincil piyasada değişiklikler yapılmış, ikincil piyasa haklarına ilişkin olarak herhangi bir değişiklik yapılmamış, piyasa yapıcılarına yeni bir hak tanınmamıştır.

- a) 2003 - 2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcılarının ihale sonrası teklif ayrıcalıklarında bir takım kısıtlamalara gidilmiştir. Piyasa yapıcı 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında ihale sonrası teklif hakkını ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 17:00'a kadar kullanabilecekken, 2003 - 2004 dönemi sözleşmesinde bu imkanın saat 14:00'a kadar kullanılabilmesi belirtilmektedir. Ayrıca, 2002 - 2003 dönem sözleşmesinde her bir piyasa yapıcısının ihale sonrası tekliflerine ilişkin olarak yapılacak satışların azami tutarının, piyasa yapıcısının ihalede aldığı net tutarın (ROT'ların karşılanmasıyla yapılacak satışlar hariç) % 25'i kadar olacağı belirtilmişken, 2003 - 2004 Dönem sözleşmesinde ihale sonrası teklif yoluyla satış tutarının ihale sistemine göre hesaplanacağı belirtilmiştir. Bu bağlamda; tek fiyat ihale sisteminde her bir piyasa yapıcıya, ihale sonrası tekliflerin azami tutarının piyasa yapıcısının ihalede aldığı net tutarın (ROT'ların karşılanmasıyla yapılacak satışlar hariç) % 20'si kadar olacağı, çoklu fiyat ihale sisteminde ise; her bir piyasa yapıcıya, ihalede oluşan ortalama fiyatın üstünde kalan (ortalama fiyat hariç) net teklifleri

toplamının % 40'ı kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış yapılacağı belirtilmiştir.

Yukarıda belirtilen bu değişiklik ile, ihale sonrası satış imkanının kısıtlanarak öngörülemeyen ilave borçlanma miktarının azaltılması amaçlanmıştır.

- b) 2002 - 2003 Dönem sözleşmesinde yer alan "piyasa yapıcı ihalede kazandığı net tutarın % 5'ine kadar olan tutardaki ilave DİBS'leri, ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında; elinde bulundurduğu ve ihalede satılan DİBS'ten daha kısa vadeli olan, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenmiş DİBS'leri Müsteşarlığa değişim amacıyla iade edebilir. Geri alınacak olan DİBS'lerin fiyatları İç Verim Oranı esasına göre hesaplanır ve Müsteşarlık tarafından ihalelerden önce ilan edilir" ibaresine "piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren TL ve döviz cinsi tüm senetler için ihale günü saat 16:00'a kadar değişim teklifi verebilir" ifadesi eklenmiştir.

3.3.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler

3.3.2.1. Birincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

2002 - 2003 ve 2003 - 2004 dönem sözleşmelerinin her ikisinde de, piyasa yapıcının aylık asgari % 3 olmak üzere her üç aylık dönemde, birincil piyasada Hazine Müsteşarlığı tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 5'ini almakla yükümlü olduğu ve en az alım yükümlülüğünün hesaplanmasında Hazine Müsteşarlığı'nın ilan ettiği borçlanma programındaki ihale yolu ile borçlanma hedefi tutarı ile aynı dönem için ihale yolu ile borçlanmanın gerçekleşme tutarlarından hangisi düşük ise onun dikkate alınacağı belirtilmiştir. Ancak, 2002 - 2003 döneminde bu tutarın hesaplanmasında ROT veya ihale sonrası teklif yoluyla yapılan satışlar ve 3 aylık referans bono ihaleleri dikkate alınmazken, bu tutarın 2003 - 2004 dönem hesaplanmasında, ihale sonrası

teklif yoluyla yapılan satışlar ve 3 aylık referans bono ihaleleri dikkate hâla alınmamakta, oysa ROT yoluyla yapılan satışlar bu sözleşmede hesaplamaya dahil edilmektedir. Bu değişiklik ile ROT yoluyla alımların teşvik edilmesi hedeflenmiştir. Böylece, Hazinesinin finansman ihtiyacının bir kısmının ihale öncesinde karşılanması ve ihalenin daha yüksek fiyat seviyesinden kesilmesi, yani borçlanma maliyetinin düşürülmesi imkanının yaratılması planlanmıştır (Elmadağ, 2005, s.87).

3.3.2.2. İkincil Piyasaya İlişkin Yükümlülükler

2002 - 2003 Dönem sözleşmesinde, İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında 9:30-12:00, 13:00-16:00 saatleri arasında verilmesi gereken kotasyon yükümlülüğü, 2003 - 2004 dönem sözleşmesinde 9:45 -12:00, 13:15 -16:00 olarak değiştirilmiştir. Bu kapsamda, piyasa yapıcı bankalara piyasanın açılışından itibaren 15 dakika süre verilerek, piyasadaki durumu değerlendirme imkanı sağlanmıştır (Elmadağ, 2005, s.88).

Piyasa yapıcı bankalara bu dönemde yeni bir yükümlülük getirilmemiştir.

3.4. 2004 - 2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2004 yılında dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Bu çerçevede TCMB, kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaya devam etmiştir (TCMB 2004 Yıllık Rapor).

01.09.2004 - 31.08.2005 döneminde, mevcut piyasa yapıcı bankalara yabancı bir banka olan Deutsche Bank A.Ş. ilave olmuştur. (Bkz. Tablo 4.1.)

2004 - 2005 piyasa yapıcılığı dönemine denk gelen bir diğer çok önemli gelişme, 4 Şubat 2005 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın (VOB) faaliyete geçmiş olmasıdır. VOB'un kurulması ile birlikte, faize dayalı vadeli işlemlerdeki hacimlerin artması, faiz forward anlaşmalarının, faiz swapı ve faiz opsiyon piyasalarının gelişmesi hedeflenmektedir (Cinemre, 2004, s.9)

3.4.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar

3.4.1.1. Birincil Piyasaya İlişkin Haklar

2003 -2004 döneminde yer alan piyasa yapıcı bankaların, ihalede kazandığı net tutarın % 5'ine kadar olan tutarda ilave DİBS'leri ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında; elinde bulundurduğu, ihalede satılan DİBS'ten daha kısa vadeli olan, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenmiş DİBS'leri Müsteşarlığa değişim amacıyla iade edebileceği ibaresindeki değişim limiti hesaplamasına ilişkin olarak 2004 - 2005 dönemi sözleşmesinde bir değişiklik yapılmıştır. Bu değişiklik ile, ihale yoluyla yapılan alımlara ROT ile yapılan alımların dahil edilmesi kararlaştırılmıştır. Bu bağlamda; söz konusu dönem için piyasa yapıcı, ROT tutarı ile ihalede kazandığı net tutar toplamının % 5'ine kadar olan tutarı değişime tabi tutulabilecektir. Söz konusu değişiklik ile, değişim limitinin artırılarak borçlanma vadesinin uzatılmasının desteklenmesi hedeflenmektedir. Bilindiği gibi, değişime konu olabilecek DİBS'lerin, ihalesi yapılan DİBS'lerden daha kısa vadeli olması gerekmektedir.

3.4.1.2. İkincil Piyasaya İlişkin Haklar

2004 - 2005 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında ikincil piyasa haklarına ilişkin olarak herhangi bir değişiklik yapılmamış, piyasa yapıcılarına yeni bir hak tanınmamıştır.

3.4.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler

2003 - 2004 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında, piyasa yapıcılarının birincil piyasa yükümlülüklerine ilişkin olarak herhangi bir değişiklik yapılmamış, ikincil piyasa yükümlülükleri ise bir takım değişikliklere tabii tutulmuştur.

- a) 2002 - 2003 ve 2003 - 2004 dönemleri için geçerli olan piyasa yapıcılığı sözleşmelerinde nominal 3 trilyon TL olarak belirlenen asgari alım - satım kotasyonu yükümlülüğü 2004 - 2005 döneminde piyasanın likiditesinin artırılması amacıyla 5 trilyon TL'ye yükseltilmiştir.
- b) Ölçüt ihraçlarda alım - satım kotasyonları arasındaki azami açıklık yeniden belirlenmiştir (Bkz. Tablo 4.5.).
- İskontolu DİBS'ler için kotasyonlar yıllık basit faiz üzerinden verilir ve kotasyonlar arası açıklık % 20 - 39,99 aralığında yıllık basit faiz üzerinden 0,50 puan; % 40 - 59,99 aralığında yıllık basit faiz üzerinden 1,00 puan; % 60 ve üzerindeki oranlarda 1,50 puan; %19,99'un altındaki oranlarda 0,25 puan olmuştur.
 - Kuponlu DİBS'ler için de kotasyonlar fiyat üzerinden verilir ve alım - satım fiyatları arasındaki açıklık aynı kalmıştır.

Bu dönemde piyasa yapıcısı bankalara yeni bir yükümlülük getirilmemiştir.

3.5. 2005 - 2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2005 yılında gerek dalgalı kur rejiminin uygulanmakta oluşu, gerekse süregelen makroekonomik istikrar ile birlikte finansal piyasalarda iyileşme, piyasalardaki güven unsurunun artmasını sağlamıştır. 2005 yılında para tabanı ve net uluslararası 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 itibarıyla açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini duyurmuştur. Dolayısıyla, gelinen nokta kısa vadeli faiz oranları ve finansal istikrar açısından son derece önemlidir. Bu gelişmeler çerçevesinde, piyasa yapımcılarının üstlendikleri faiz riski değerlendirildiğinde ise oldukça olumlu gelişmelerin söz konusu olduğu söylenebilir.

3.5.1. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklara İlişkin Yapılan Değişiklikler ve Yeni Haklar

3.5.1.1. Birincil Piyasa İlişkin Haklar

- a) 2005 - 2006 dönemi uygulamasında da piyasa yapıcı ihalelerde ROT verebilmektedir. Ancak, 2004 - 2005 dönemi uygulamasında ROT'ların karşılanması yoluyla yapılacak toplam ihraç tutarının ihaleye ilişkin üst limitin % 10'unu aşamayacağı belirtilmekte iken, yeni dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ROT'ların karşılanması yoluyla yapılacak toplam ihraç tutarının ihaleye ilişkin üst limitin % 30'unu aşamayacağı belirtilmiştir.
- b) 2004 - 2005 dönemi uygulamasında, piyasa yapıcıya, sadece Müsteşarlıkça belirlenecek olan DİBS'lerin iadesi karşılığında olmak üzere, mevcut % 5'lik değişim imkanına verilmiş iken, 2005 – 2006 döneminde Müsteşarlıkça belirlenecek ihalelerde piyasa yapıcının ROT tutarı ile ihalede kazandığı net tutarın toplamının % 5'ine kadar olan miktarda ilave DİBS alım imkanı sağlanabilmektedir. Söz konusu ilave değişim imkanının sağlanmasına Müsteşarlıkça karar verilmesi durumunda ilgili ihalelerden önce duyuru yapılacağı ve böylece piyasa yapıcının ilave değişim teklifi verebileceği belirtilmiştir.

3.5.1.2. İkincil Piyasa İlişkin Haklar

2005 - 2006 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında ikincil piyasa haklarına ilişkin herhangi bir değişiklik yapılmamış, piyasa yapıcılarına yeni bir hak tanınmamıştır.

3.5.2. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi Çerçevesinde Piyasa Yapıcılarının Yükümlülüklerine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklikler ve Yeni Yükümlülükler

2005 - 2006 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında, piyasa yapıcılarının birincil piyasa yükümlülüklerine ilişkin olarak herhangi bir değişiklik yapılmamış ve yeni bir yükümlülük getirilmemiştir.

İkincil piyasa yükümlülükleri ise bir takım değişikliklere tabi tutulmuştur.

- a) Alım - satım kotasyonları asgari büyüklüğünün nominal tutarı değiştirilmemiş ancak Yeni Türk Lirası'na (YTL) geçiş ile birlikte 5 milyon YTL olarak düzeltilmiştir.
- b) DİBS'lerin ikincil piyasadaki faiz oranları, 2004 yılı genelinde düşme eğilimi göstermiştir. 2004 yılı DİBS faizlerine ilişkin gelişmeler ve beklentiler değerlendirildiğinde kuponlu DİBS'ler için fiyat üzerinden verilen alım - satım fiyatları arasındaki açıklık ve iskontolu DİBS'ler için yıllık basit faiz üzerinden belirlenen kotasyonlar arası açıklık, alım kotasyonunun denk geldiği faiz aralığına göre yeniden belirlenmiştir.
 - İskontolu DİBS'ler için kotasyonlar yıllık basit faiz üzerinden, kotasyonlar arası açıklık % 10 –19,99 aralığında yıllık basit faiz üzerinden 0,25 puan; % 20 ve üzerindeki oranlarda 0,50 puan; % 9,99'un altındaki oranlarda 0,13 puan olmuştur.
 - Kuponlu DİBS'ler için fiyat üzerinden verilecek olan kotasyonların alım - satım fiyatları arasındaki açıklık azami 1.000 TL iken yeni sözleşmede bu tutar 0,5 YTL olarak değiştirilmiştir.

3.5.3. Hazine Müsteşarlığı'nın Yükümlülükleri

ROT tutarının ihale için belirlenen üst limitin % 10'unu aşması durumunda, % 10'luk miktar teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılmakta iken, yeni dönemde ROT tutarının ihale için belirlenen üst limitin % 30'unu aşması durumunda % 30'luk miktarın teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılacağı belirtilmiştir.

3.5.3.1. Ölçüt İhraçlar

2003 yılında 11.5 ay olan nakit iç borçlanmanın aylık ortalama vadesi 2004 yılında belirgin bir şekilde uzayarak 14.7'ye çıkmıştır. Bu gelişme bağlamında, önceki sözleşmede vadesine 91 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkarılmakta iken, yeni sözleşmede vadesine 182 günden az kalan DİBS'lerin ölçüt olmaktan çıkarılacağı belirtilmiştir (Kamu Borç Yönetimi Raporu, Mart 2004, s.17).

3.5.4. Sözleşmenin Askıya Alınması ve Feshi

Piyasa yapıcının, mücbir sebepler dışında öngörülen yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde Müsteşarlık tarafından sözlü olarak uyarılacağı ifadesi yeni sözleşmede uyarının yazılı olarak yapılacağı şekline dönüştürülmüştür. Öncekinde olduğu gibi bu sözleşmede de sözleşme süresinde, sözleşme bir kez askıya alınabilecektir. Ancak, yeni sözleşmede eskisinden farklı olarak sözleşmesi daha önce askıya alınmış olan ve askı süresi sonunda sözleşmesi devam eden piyasa yapıcının, yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde sözlü olarak değil yazılı olarak uyarılacağı belirtilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ UYGULAMASINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

4.1. Piyasa Yapıcılarının Yeterliliklerinin Değerlendirilmesi

Finansal sistem krizleri, bir ya da birden fazla kurumun çöküşü ile birlikte bu çöküşün etkilerinin tüm sisteme yayılmasından kaynaklanabilmektedir. İhtiyatlı bir denetim, her bir kurumun duyarlılığını, durumun ciddiyeti artmadan teşhis edebilmekte ve riskin sistematik etkilerini sınırlandırabilmektedir (Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, 2004, s.229).

Çalışmanın bu bölümünde, piyasa yapıcısı bankaların finansal performanslarını analiz etmek amacıyla performans endeksi (PE) hesaplanmış ve seçilen oranların finansal performansın göstergesi olduğu varsayımı altında piyasa yapıcısı bankaların belli bir dönem için yeterliliklerine ilişkin olarak bir karşılaştırma olanağının sağlanması hedeflenmiştir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin temel hedefi, DİBS piyasalarında likiditenin sağlanması amacıyla, piyasada her an ve her koşulda çift taraflı fiyat kotasyonu açıklayabilecek aktif piyasa yapıcılarının faaliyet göstermesidir. Türkiye’de finansal sektörün % 91.4’ünü, piyasa yapıcılarının ise tamamını bankalar oluşturmaktadır.

TABLO 4.1. DÖNEMLERE GÖRE PİYASA YAPICISI BANKALAR

	01.05.2000-30.04.2001	02.09.2002-29.08.2003	01.09.2003-31.08.2004	01.09.2004-31.08.2005
Özel Sermayeli Ticaret Bankaları	Akbank T.A.Ş. Finansbank A.Ş. T.İş Bankası A.Ş. T.Garanti Bankası A.Ş. T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Koçbank A.Ş. Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Alternatifbank A.Ş.	Akbank T.A.Ş. Finansbank A.Ş. T.İş Bankası A.Ş. T.Garanti Bankası A.Ş. T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Oyakbank A.Ş.	Akbank T.A.Ş. Finansbank A.Ş. T.İş Bankası A.Ş. T.Garanti Bankası A.Ş. T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Oyakbank A.Ş.	Akbank T.A.Ş. Finansbank A.Ş. T.İş Bankası A.Ş. T.Garanti Bankası A.Ş. T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Oyakbank A.Ş.
Kamusal Sermayeli Ticaret Bankaları	T. Vakıflar Bankası T.A.O.	T. Vakıflar Bankası T.A.O. T.C.Ziraat Bankası A.Ş.	T. Vakıflar Bankası T.A.O. T.C.Ziraat Bankası A.Ş. T.Halk Bankası A.Ş.	T. Vakıflar Bankası T.A.O. T.C.Ziraat Bankası A.Ş. T.Halk Bankası A.Ş.
Yabancı Bankalar	ABN Amro Bank The Chase Manhattan Bank Citibank	HSBC Bank A.Ş.	HSBC Bank A.Ş.	HSBC Bank A.Ş. Deutsche Bank A.Ş.
Fona Devredilen Özel Sermayeli Ticaret Bankaları ve Banka Birleşmeleri	İktisat Bankası A.Ş. (07.12.2001 tarihinde bankacılık izni kaldırılmıştır)			
	Ulusalbank (17.04.2001 tarihinde Sümerbank ile birleştirilmiştir.)			
	Demirbank TAŞ (14.12.2001 tarihinde HSBC'ye satışı tescil edilmiştir)			
	Birleşik Türk Körfez Bankası (29.08.2001 tarihinde Osmanlı Bankası A.Ş. ile birleştirilmiştir.)			
	Kent Bank A.Ş. (2001 yılında tasfiyesine karar verilmiştir)			
	Osmanlı Bankası A.Ş. (13.12.2001 tarihinde T.Garanti Bankası A.Ş. ile birleştirilmiştir.)			
Toplam Piyasa Yapıcıları Sayısı	19	10	11	12

Kaynak: TBB, BDDK

01 Mayıs 2000 - 30 Nisan 2001 piyasa yapıcılığı döneminde, 2000 yıl sonu dönemi itibarıyla Türk bankacılık sektöründe 4'ü kamu, 25'i özel, 11'i TMSF idaresi altında, 21'i yabancı ve 18'i kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 79 banka faaliyet göstermekteydi. Bu dönemde, mevcut

finansal sektör derinliği ve banka sayısı kapsamında 19 banka piyasa yapıcısı olarak belirlenmiştir. Aralık 2000 ve Kasım 2001 krizleri, 5 piyasa yapıcısı bankanın TMSF'ye devredilmesi ile sonuçlanmıştır (BDDK Yıllık Rapor 2000).

2 Eylül 2002 – 29 Ağustos 2003 piyasa yapıcılığı döneminde, 2002 yıl sonu itibarıyla 3 kamu, 20 özel, 2 TMSF bankası, 15 yabancı ve 14 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 54 banka faaliyet göstermekte iken, piyasa yapıcısı sayısı 10 olarak belirlenmiştir (BDDK Yıllık Rapor 2002).

1 Eylül 2003 - 31 Ağustos 2004 piyasa yapıcılığı döneminde, 2003 yıl sonu itibarıyla 3 kamu, 18 özel, 2 TMSF bankası, 13 yabancı ve 14 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 50 banka faaliyet göstermekte iken, piyasa yapıcısı sayısı T. Halk Bankası A.Ş.'nin eklenmesi ile 11 olarak belirlenmiştir (BDDK Yıllık Rapor 2003).

1 Eylül 2004 - 31 Ağustos 2005 piyasa yapıcılığı döneminde, 2004 yıl sonu itibarıyla 3 kamu, 18 özel, 1 TMSF bankası, 13 yabancı ve 13 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 48 banka faaliyet göstermekte iken, Deutsche Bank A.Ş.'nin piyasa yapıcısı unvanı alması ile piyasa yapıcısı sayısı 12'ye yükselmiştir (BDDK Yıllık Rapor 2004).

Gelişen ülke kategorisine giren Türkiye'de bankacılık sektörü, yeniden yapılandırma sürecini henüz tamamlamamıştır. Bu durum, bankaların denetim ve gözetimlerinin önemini artırmaktadır. Nitekim, ikiz krizlerin ardından 5 adet piyasa yapıcı bankanın TMSF'ye devredilmesi tecrübesi, piyasa yapıcılarının finansal yeterliliklerinin ciddiyetini artırmıştır.

Finansal sistemin duyarlılığının kaynağı, zayıf aktif kalitesi, aşırı kredi veya piyasa riskine maruz kalma gibi farklı nedenler olabilmektedir. Bir ya da birden fazla kurum riskinden kaynaklanıp tüm sisteme yayılabilecek bir çöküşün, bir takım finansal sistem göstergeleri ile fark edilmesi mümkün olabilmektedir (Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, 2004, s.229).

Bu çalışmada, 2002 Aralık ve 2005 Mart dönemi için 2000 yılında piyasa yapıcısı seçilmek için açıklanan yeterlilik kriterleri içerisinde yer alan rasyolar baz alınarak, piyasa yapıcı bankalara, piyasa yapıcısı olmayan bankalara ve tüm bankacılık sektörüne ilişkin PE oluşturulmuştur.

TABLO 4.2. PERFORMANS ENDEKSİ

Performans Endeksini Oluşturan Rasyolar	Endekse Etkinin Yönü	Ağırlık
Öz kaynaklar / Toplam Aktif	Pozitif	0.25
Yabancı Para Net Genel Pozisyonu / Öz kaynaklar	Pozitif	0.25
Takipteki Krediler (Net) / Öz kaynaklar (Kâr Hariç)	Negatif	0.25
Takipteki Alacaklar (Brüt) / Krediler	Negatif	0.25

Bu çerçevede oluşturulan bileşik gösterge ile amaçlanan yukarıda belirtilen rasyoların tek bir gösterge ile ifade edilmesi ve dönemler itibarıyla izlenmesidir.

PE'nin temel ölçütleri olarak Tablo 4.2'de belirtilen dört adet gösterge kullanılmaktadır. Seçilen göstergeler birinci aşamada ait oldukları sütunda endekse dönüştürülmekte, sonraki aşamada ise bu endekslerin ağırlıklı ortalamaları alınarak bileşik endeks hesaplanmaktadır.

PE, üç aylık dönemler itibarıyla hesaplanmış ve endeks için baz dönem olarak 2002 yılı Aralık ayı seçilmiştir. 2002 yılı Aralık ayı, 2002 yılı Haziran ayında⁵⁷ yayımlanan Muhasebe Uygulama Yönetmeliğine İlişkin 1 sayılı tebliğde yer alan finansal araçların muhasebeleştirilmesi standardı çerçevesindeki değişikliklerin yansıtıldığı ilk enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş banka bilgilerini içermesi nedeniyle baz olarak seçilmiştir.

Rasyolar, PE'nin hesaplanacağı zaman aralığındaki ortalamalarından çıkartılmak ve standart sapmalarına bölünmek suretiyle normalize edilmişlerdir. Yani, her bir rasyo için;

$$X_{it}^N = \frac{(X_{it} - \mu_i)}{\sigma_i} \quad (4.1)$$

⁵⁷ 22.06.2002 tarih ve 24793 (mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

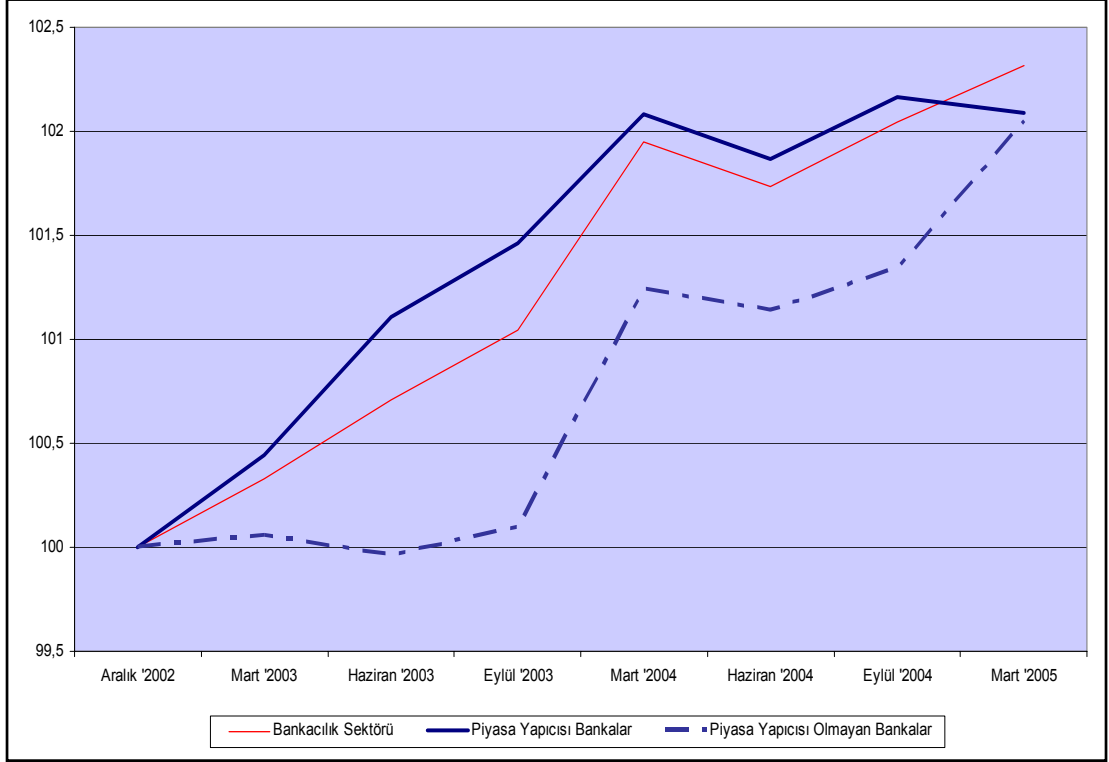
hesaplanmıştır. Burada $i=1, \dots, N$ ($N=1$); t ise içinde bulunulan dönemi ifade etmektedir. Rasyoların normalizasyonu ile, birimsel farklılıklar nedeniyle oluşan etkilenmelerin önlenmesi hedeflenmiştir. Sonraki aşamada ise 2002 Aralık ayı baz alınarak endeks oluşturulmuştur. Düzeltilmiş ve normalize edilmiş serilerin tek bir endeks altında birleştirilmesi aşamasında ise “bileşik endeks” yöntemi kullanılmıştır. Buna göre;

$$\text{Bileşik Endeks} = \sum W_i S_i \quad (4.2)$$

W_i = Her bileşke için belirlenen ağırlığı, S_i = Bileşkeyi ifade etmektedir.

Bileşik endeks hesaplanırken tüm bileşkelere eşit ağırlık verilmiştir. ($W= 0.25$). Hesaplamalarda Türkiye Bankalar Birliği (TBB) verileri kullanılmıştır.

Oluşturulan PE'nin yer aldığı Grafik 4.1.'de görülebileceği gibi, finansal piyasalarda istikrarın artmasına paralel olarak PE, gerek piyasa yapıcıları gerekse bankacılık sektörünün tamamı için sürekli olarak artış göstermektedir. Piyasa yapıcıları, incelenen dönem içerisinde, Mart 2003 ve Eylül 2004 dönemleri arasında, piyasa yapıcısı olmayan bankalara göre oldukça iyi performans sergilemekte ve söz konusu dönemde piyasa yapıcısı bankalar ile piyasa yapıcısı olmayan bankaların arasında önemli ölçüde fark gözlenmektedir. Bu farkın Eylül 2004 döneminden itibaren önemli ölçüde daraldığı görülmektedir. Eylül 2004 dönemi sonlarına doğru piyasa yapıcısı olmayan bankaların performansının iyileşmesine bağlı olarak bankacılık sektörünün performansının önemli ölçüde artırması dikkat çekicidir.



Grafik 4.1: Performans Endeksi

Bankacılık kesiminin öz kaynak açısından güçlenmesi, gerek reel kesime kredi açılması gerek iç borçlanmanın sürdürülmesi açısından son derece önemlidir. İncelenen dönemde piyasa yapıcılarının öz kaynaklarında genel olarak⁵⁸ artış gözlenmektedir. Piyasa yapıcısı olmayan bankaların öz kaynakları son döneme kadar hemen hemen yatay seyretmiş, son dönemde ise belirgin bir artış gözlenmiştir. Bu gelişme paralelinde, Eylül 2003 döneminden itibaren, toplam krediler artarken, takipteki krediler son iki dönemde gözlenen düşük düzeydeki artış haricinde azalma eğilimi göstermiştir.

Hem piyasa yapıcısı bankaların hem de piyasa yapıcısı olmayan bankaların toplam aktifleri, Mart 2003 - Haziran 2003 döneminde azalış göstermektedir. Ancak bu dönemden itibaren her iki grubun da toplam aktifleri, piyasa yapıcısı olmayan bankaların Mart 2005 dönemi hariç tutulmak üzere sürekli artış göstermiştir.

⁵⁸ 2004 yılı Haziran ayında, T.C. Ziraat Bankası'nın Hazineye gerçekleştirilen temettü dağıtımına bağlı olarak öz kaynak kalemleri azalmıştır. (Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu, Ekim 2004)

Yabancı para genel net pozisyonları yabancı para aktif⁵⁹ ve yabancı para pasif⁶⁰ kalemleri baz alınarak incelendiğinde, hem piyasa yapıcılarının hem de piyasa yapıcısı olmayan bankaların Eylül 2003 döneminden itibaren yabancı para aktiflerinin ve yabancı para pasiflerinin arttığı, ancak Mart 2005 döneminde aynı kalemlerin azalış gösterdiği ve ilk olarak piyasa yapıcısı bankaların yabancı para aktiflerindeki azalış tutarının yabancı para pasiflerindeki azalış tutarından fazla olmasının piyasa yapıcılarının açık pozisyonlarının artışına ve yukarıda görüldüğü üzere PE'lerinin azalışına ve hatta bankacılık sektörünün PE'sinin altına düşmesine neden olduğu görülmektedir.⁶¹

TABLO 4.3. PİYASA YAPICILARININ MENKUL KIYMETLER CÜZDANI İLE İLGİLİ RASYOLARI

		Menkul Değerler Cüzdanı / Toplam Aktif	Menkul Değerler Cüzdanı / Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler / Faiz Gelirleri	Menkul Değerlerden Alınan Faizler / Menkul Değerler Cüzdanı
Piyasa Yapıcıları	Aralık 2002	0,36	1,38	0,62	0,30
	Mart 2003	0,40	1,50	0,64	0,08
	Haziran 2003	0,43	1,60	0,62	0,13
	Eylül 2003	0,43	1,60	0,63	0,18
	Mart 2004	0,45	1,58	0,59	0,05
	Haziran 2004	0,42	1,27	0,57	0,09
	Eylül 2004	0,41	1,24	0,54	0,12
	Mart 2005	0,41	1,16	0,48	0,04
Bankacılık Sektörü	Aralık 2002	0,40	1,53	0,62	0,31
	Mart 2003	0,41	1,52	0,63	0,08
	Haziran 2003	0,44	1,60	0,62	0,13
	Eylül 2003	0,43	1,56	0,62	0,18
	Mart 2004	0,44	1,51	0,57	0,05
	Haziran 2004	0,42	1,25	0,56	0,09
	Eylül 2004	0,41	1,24	0,55	0,13
	Mart 2005	0,41	1,16	0,48	0,04

Kaynak: TBB

⁵⁹ Yabancı Para Aktif (Döviz Varlıkları): Bankaların, yurtdışı şubelerine ilişkin hesaplar dahil olmak üzere, tüm yabancı para aktif hesaplarını, dövize endeksli varlıklarını, vadeli döviz alım taahhütlerini ifade etmektedir.

⁶⁰ Yabancı Para Pasif (Döviz Yükümlülükleri): Bankaların, yurtdışı şubelerine ilişkin hesaplar da dahil olmak üzere, tüm yabancı para pasif hesaplarını, dövize endeksli yükümlülüklerini, vadeli döviz satım taahhütlerini ifade etmektedir.

⁶¹ Bankaların aktif büyüklüğü, aktif yapısı içindeki yabancı para cinsinden varlıkların değerinin döviz kurlarındaki nominal düşüşüne bağlı olarak azalma göstermiştir.

Menkul kıymetler, faiz geliri ve kâr payı sağlamak veya fiyat değişmelerinden yararlanarak kâr elde etmek amacı ile geçici bir süre elde tutulmak üzere satın alınan hisse senedi, tahvil, hazine bonosu, finansman bonosu, yatırım fonu katılma belgesi, kâr zarar ortaklığı belgesi, gelir ortaklığı senedi, varlığa dayalı menkul kıymet gibi menkul kıymetleri ve bankaların değer düşüklüğü karşılığını kapsamaktadır (Akdoğan,1997, s.64).

Tablo 4.3'te, menkul değerler cüzdanında hisse senetleri ve diğer menkul değerler oranlarının oldukça düşük düzeyde kalmaları⁶² ve menkul değerler cüzdanını oluşturan üç kalem arasında uyum sağlanması açısından DİBS oranlarını temsil etmek üzere menkul kıymetler cüzdanının tamamı değerlendirilmeye alınmıştır.

22.06.2002 Tarih ve 24793 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan finansal araçların muhasebeleştirilmesi standardına göre menkul değerler cüzdanı; alım - satım amaçlı menkul değerler⁶³, satılmaya hazır menkul değerler⁶⁴ ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler⁶⁵ olmak üzere üç kalemden oluşmaktadır.

Menkul Değerler Cüzdanı / Toplam Aktif rasyosu, varlıkların ne kadarının menkul değerler ile finanse edildiğini ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle, menkul değerlerin toplam aktifler içerisindeki yüzde payını ifade etmektedir. Bu oranın optimal değerden yüksek olması, faiz gelirleri içerisinde menkul değerlerden alınan faiz gelirlerini artırmakta ve aynı zamanda da faiz oranları değişimlerinden kaynaklanan piyasa riskine olan duyarlılığı da arttırmaktadır (Kaya, 2001, s.5).

Menkul Değerler Cüzdanı / Toplam Aktif rasyosu, İMKB ikinci el DİBS piyasası faiz oranları ile birlikte değerlendirildiğinde, faiz oranlarındaki dalgalanmaların azalması ile birlikte (Mart 2004 dönemi sonrası) menkul

⁶² Devlet Borçlanma Senetleri kaleminin Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net) kalemine oranı 2002 yılı Aralık ayı için 0.94, 2003 yılı Aralık ayı için 0.98 ve 2004 yılı Aralık ayı için 0.96 olarak gerçekleşmiştir.

⁶³ Alım-satım amaçlı finansal varlık veya yükümlülük; piyasada kısa dönemde oluşan fiyat ve benzeri unsurlardaki dalgalanmalardan kâr sağlama amacı ile elde edilen, veya elde edilme nedeninden bağımsız olarak, kısa dönemde kâr sağlamaya yönelik bir portföyün parçası olan varlık veya yükümlülükleri ifade etmektedir.

⁶⁴ Satılmaya hazır finansal varlıklar, banka kaynaklı krediler ve alacaklar ile vadeye kadar elde tutulacaklar ve alım-satım amaçlılar dışında kalan finansal varlıkları ifade etmektedir.

⁶⁵ Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar, vadesine kadar saklama niyetiyle elde tutulan ve fonlama kabiliyeti dahil olmak üzere vade sonuna kadar elde tutulabilmesi için gerekli koşulların sağlanmış olduğu, sabit veya belirlenebilir ödemeleri ile sabit vadesi bulunan ve banka kaynaklı krediler ve alacaklar dışında kalan finansal varlıkları ifade etmektedir.

değerler cüzdanının toplam aktifler içerisindeki oranında azalma olduğu görülmektedir. Nitekim, incelenen dönem süresince hem piyasa yapımcılarının hem de bankacılık sektörünün menkul değerlerden alınan faiz gelirlerinin toplam faiz gelirleri içerisindeki payının azaldığı gözlemlenmektedir.

2004 yılı Mart ayından itibaren piyasa yapımcılarının aktif yapısında meydana gelen en belirgin değişimlerden bir tanesi kredi faaliyetlerinde meydana gelen artıştır. Nitekim Menkul Değerler Cüzdanı / Krediler rasyosu aynı dönemde azalış trendine girmiştir.

Bankaların faiz gelirinin büyük bir kısmını DİBS'lerden sağlamaları, reel faizlerin düşmesini engellediği gibi bankaların asli aracılık hizmetlerinden uzaklaşarak risksiz bir plasman aracı olan DİBS'lere yatırım yapmalarına neden olmaktadır. İncelenen dönemin sonlarına doğru menkul değerlerden alınan faizlerin azalmasında, menkul değerler cüzdanının toplam aktif içerisindeki payının azalması kadar faiz oranlarındaki düşüşde etkili olmuştur.

Tablo 4.3'ten de görülebileceği gibi, gerek piyasa yapımcısı bankaların gerekse bankacılık sektörünün toplam aktiflerinin büyük bir bölümü menkul değerlerden oluşmakta, dolayısıyla faiz gelirlerinin büyük bir kısmını sadece menkul değerler cüzdanından elde edilen faizler oluşturmaktadır. Türkiye'de, oldukça yüksek seyreden Menkul Değerlerden Alınan Faizler / Faiz Gelirleri oranı diğer bankacılık faaliyetlerinin ne kadar sığ olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Nitekim, Menkul Değerler Cüzdanı / Krediler oranı izlenen dönemde sürekli 1'in üzerinde seyretmiştir.

Piyasa yapımcıları ile sektör karşılaştırılması yapıldığında, piyasa yapımcılarının Menkul Değerler Cüzdanı / Toplam Aktif rasyolarının sektörle oldukça yaklaşık seyrettiği, Menkul Değerlerden Alınan Faiz Gelirleri / Faiz Gelirleri rasyosunun ise sektöre göre yüksek olduğu görülmektedir.

Türkiye'de olduğu gibi, bütçe açıkları finansmanının iç borçlanma ile sağlandığı bir ekonomide bankaların DİBS'lerin başlıca alıcısı konumunda olmaları durumunda, iç borç stoğundaki artışlar özel kesime kredi olarak aktarılacak mali kaynakların DİBS'lere yönlendirilmesi nedeniyle banka kredilerinin arzı üzerinde etkili olmaktadır. Nitekim, toplam aktifler içerisinde

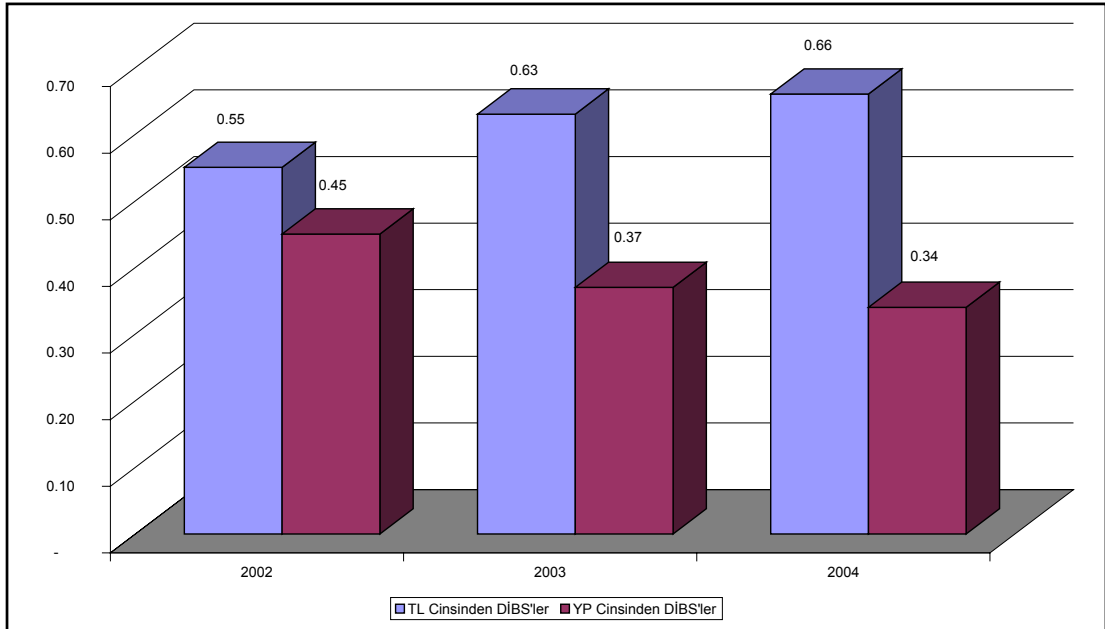
menkul değerler cüzdanının payının arttığı dönemlere paralel olarak (Mart 2004 dönemi hariç) Menkul Değerler Cüzdanı/ Krediler rasyosunda da artış gözlemlenmektedir.

Ayrıca, toplam aktifler içerisinde menkul değerler cüzdanının payının artışına paralel olarak menkul değerlerden alınan faizlerin faiz gelirleri içerisindeki payı artış gösterirken, krediler azalış göstermektedir. Bu durumun tersine dönmesi, yani toplam aktifler içerisinde menkul değerler payının azalması, buna paralel olarak faiz gelirleri içerisinde menkul değerlerden alınan faizlerin azalması, bankaların bankacılık faaliyetlerinin çeşitlendirildiğinin bir göstergesi olabilmektedir. Bankacılık faaliyetlerinin çeşitlendirilmesi, üstlendikleri risk faktörünün çeşitli enstrümanlara dağıtılması açısından piyasa yapıcılar açısından önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, hem piyasa yapıcılarının hem de bankacılık sektörünün temel faiz gelirini, menkul değerler cüzdanı oluşturmaktadır. Gerek piyasa yapıcılarının gerekse bankaların kârlılık performanslarında kalıcılığı sağlamak için geleneksel aracılık hizmetlerine ağırlık vermelerinin olumlu olacağı düşünülmektedir (Kaya, 2002, s.15).

4.2. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Açısından Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi

Piyasa yapıcılarının maruz kaldığı piyasa riskinin bir kısmını kur riski oluşturmaktadır. Grafik 4.2'de, görülebileceği gibi, bankaların portföylerinde bulunan dövize endeksli ve döviz cinsinden olan DİBS payları azalma göstermektedir.



Grafik 4.2: Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerin Cinslerine Göre % Dağılımları

Kaynak: TBB

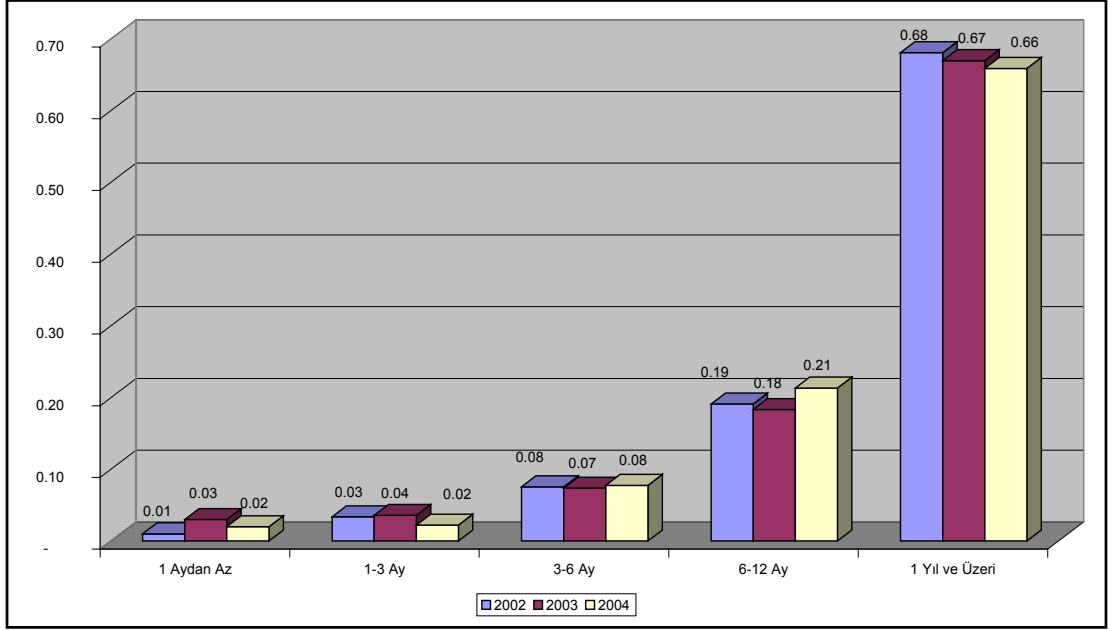
Tablo 4.4'den görülebileceği gibi, halen bankacılık sektörünün tamamına ilişkin olarak varlıklar ve yükümlülükler arasında vade uyumsuzluğu söz konusudur. Pasifin vadesinin uzaması gerekmektedir. Bu durum, hem piyasa yapıcılığı sistemi hem de bankacılık sektörü için likidite riski oluşturmaktadır. Nitekim Kasım 2000 krizi ile piyasa yapıcısı bir bankanın özkaynakları ile karşılayamayacağı oranda menkul değer cüzdanına sahip olmasının yanında, varlıkları ve yükümlülükleri arasında vade uyumsuzluğu bankanın ciddi likidite sıkışıklığı yaşamasına neden olmuş ve yükümlülüklerini yerine getirememesini tetiklemiştir.

TABLO 4.4. BANKALARIN PORTFÖYLERİNDE BULUNAN DİBS'LERİN ve MEVDUATLARIN VADELERİNE GÖRE YÜZDE DAĞILIMLARI

		1 Aйдan Az	1-3 Ay	3-6 Ay	6-12 Ay	1 Yıl ve Üzeri
Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerinin Vadelerine Göre Yüzde Dağılımı	2002	0.01	0.03	0.08	0.19	0.68
	2003	0.03	0.04	0.07	0.18	0.67
	2004	0.02	0.02	0.08	0.21	0.66
Bankaların Mevduatlarının Vadelerine Göre Yüzde Dağılımı	2002	65.20	23.80	5.60	3.90	1.50
	2003	52.30	33.00	8.40	5.20	1.20
	2004	56.20	30.70	6.30	3.90	2.90

Kaynak: TBB, BDDK

Bankaların portföylerinde bulunan DİBS'lerin vadelerine göre yüzde dağılımları incelendiğinde belirgin bir iyileşmenin söz konusu olmadığı görülmektedir.

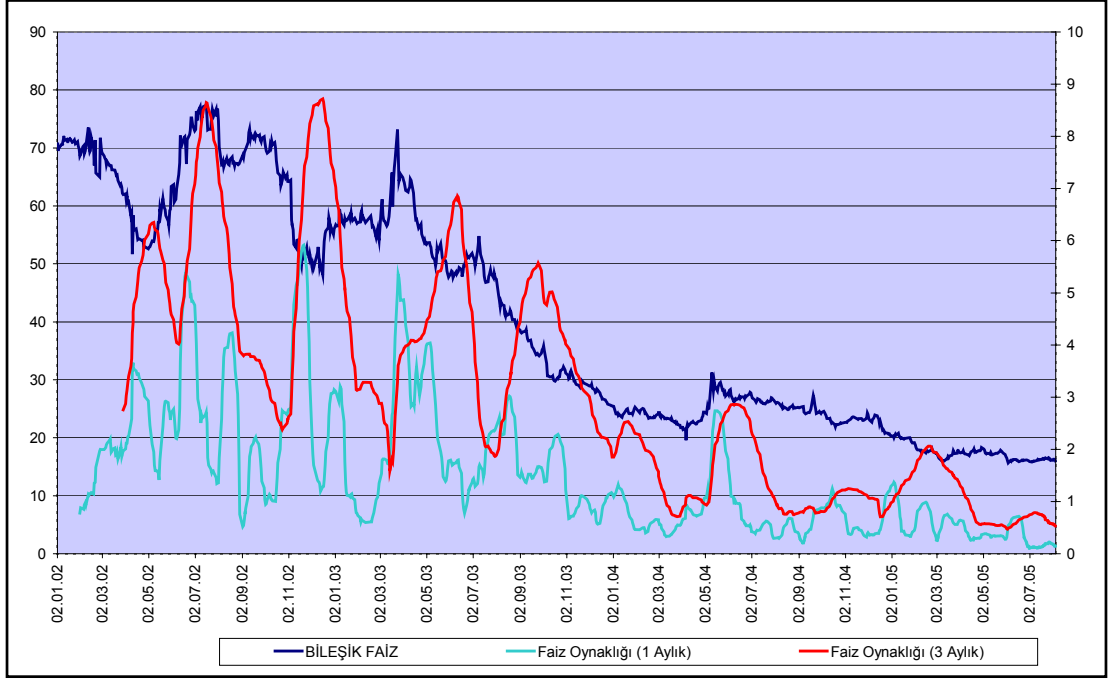


Grafik 4.3: Bankaların Portföylerinde Bulunan DİBS'lerin Vadelerine Göre % Dağılımı

Kaynak: TBB

4.3. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Açısından Tahvil Bono Piyasasının Değerlendirilmesi

Bilindiği üzere, piyasa yapımcılarının yükümlülükleri gereği en fazla maruz kaldığı risk faiz riskidir. Faiz oranı riski için değerlendirilebilecek en önemli risk faktörü, söz konusu menkul kıymetlere ilişkin ikincil piyasa faiz oranlarıdır. İkincil piyasa faiz oranları, birincil piyasa maliyetini belirleyen en önemli göstergelerden bir tanesidir. Grafik 4.3'te, piyasa yapımcılarının aylık asgari % 3 olmak üzere her üç aylık dönemde, birincil piyasada Hazine Müsteşarlığı tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutar olarak en az % 5'ini alma yükümlülükleri baz alınarak reel faizlerin bir aylık ve üç aylık oynaklıkları incelendiğinde, gerek bir aylık oynaklığın gerekse üç aylık oynaklığın 2004 yılı sonlarına doğru belirgin bir azalış gösterdiği görülmektedir.

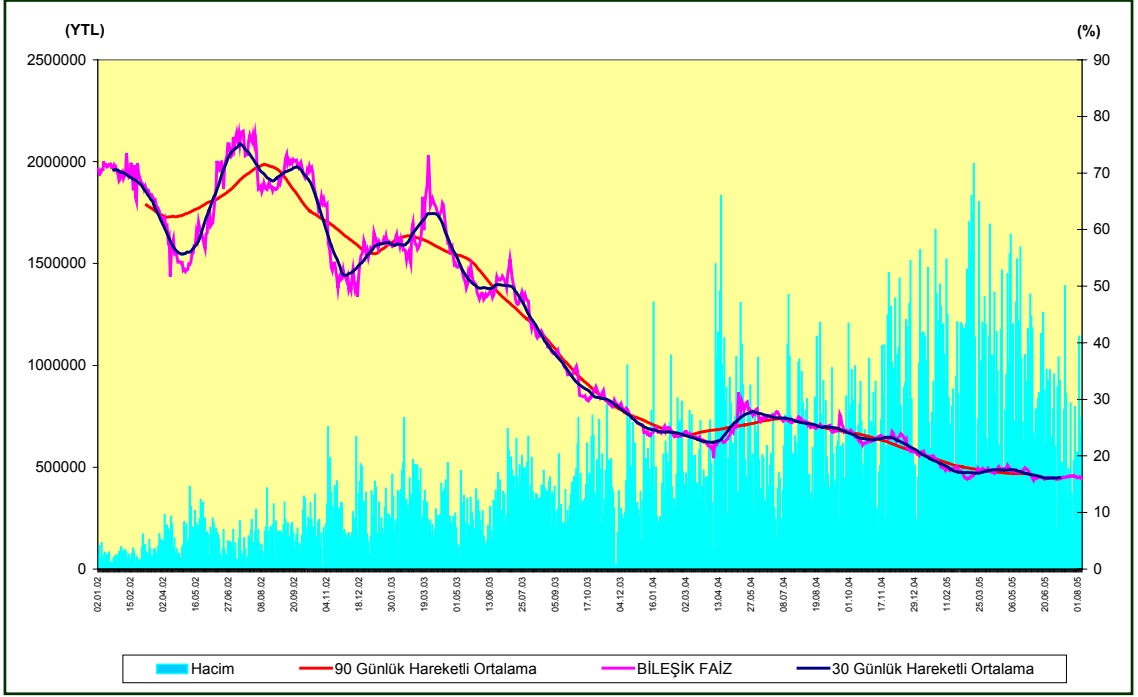


Grafik 4.4: Tahvil Bono Piyasasının Faiz Oynaklığı

Kaynak: İMKB

Piyasa yapıcıları, yükümlülüklerine ilişkin faaliyetleri nedeniyle en çok faiz riskine maruz kalmaktadırlar. Faiz oranı riskini oluşturan kalemlerin büyük ölçüde devlet borç senetlerinden oluştuğu dikkate alındığında, bu risk için değerlendirilebilecek en önemli risk faktörü DİBS'lere ilişkin tahvil bono ikincil piyasası ölçüt kıymet faiz oranlarıdır. Grafikten de görülebileceği gibi, ölçüt kıymet faiz oranları 2003 yılı ortalarından itibaren düşüş eğilimine girmiş ve 2004 yılı başlarından itibaren tahvil bono ikincil piyasa işlem hacimlerinde, dolayısıyla likiditede artış gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, piyasa riskini oluşturan iki temel faktör olan faiz ve kur risklerindeki azalış, hem piyasa yapıcıları hem de DİBS piyasalarının gelişimi açısından son derece olumludur.



Grafik 4.5: Tahvil Bono Piyasası Faiz Oranları ve İşlem Hacmi

Kaynak: İMKB

Grafik 4.4'ten görülebileceği gibi, 2004 yılı ortalarından itibaren tahvil bono ikincil piyasası işlem hacminde ciddi artışlar gerçekleşmiştir. Kısa vadeli beklentilere baz teşkil eden 30 günlük hareketli ortalama ve kısa-orta vadeye baz teşkil eden 90 günlük hareketli ortalama gelişmelerinin de işlem hacmini destekler nitelikte seyrettiği görülmektedir.

Likiditesi yüksek olan devlet iç borçlanma senetleri ikincil piyasası, borç yöneticilerinin devlet borçlanma senetleri piyasalarına ilişkin bütün hedeflerini gerçekleştirmelerine olanak tanımada en etkin faktörlerden bir tanesidir. Devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesi genel olarak devir hızı oranı ve alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığı esas alan iki yöntemle ölçülmektedir. Teorik olarak alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığı esas alan yöntem, likiditenin bir çok boyutunu kapsamaması nedeniyle⁶⁶, devir hızı rasyosunu esas alana göre daha başarılı bir yöntem olarak değerlendirilmektedir (Anderson ve Lavoie, 2004, s.20). Alım – satım kotasyonları arasındaki açıklık, piyasa talep eğrisinin bir fonksiyonu (yatırımcı tarafından talep edilen anındalığın (immediacy) miktarı), piyasanın rekabet

⁶⁶ Gravelle (1999a) likiditeyi dört farklı piyasa faktörünü karakterize ederek tanımlamıştır. (i) Anındalık (immediacy); işlem hızı, (ii) derinlik; belirlenen fiyattan işlemi gerçekleştirilen maksimum tutar, (iii) genişlik; talep teklif spreadi, likiditeyi arttırmanın maliyeti, (iv) esneklik (resiliency) işlem sonrasında fiyatların dengeye ulaşma hızı.

düzeyinin bir göstergesi ve dealer'ın maliyet eğrisidir (Cohen, 1979, s.820). Alım-satım kotasyonları arasındaki açıklığın, likit ve etkin piyasalarda dar olması beklenmektedir.

TABLO 4.5. PİYASA YAPICILIĞI DÖNEMLERİ İTİBARIYLA FAİZ ARALIKLARI VE KOTASYONLAR ARASINDAKİ AZAMI AÇIKLIKLAR

	01.05.2000 - 30.04.2001 Dönemi		02.09.2002 - 29.08.2003 Dönemi		01.09.2004 - 31.08.2005 Dönemi		01.09.2005 - 31.08.2006 Dönemi	
	Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)*	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (faiz puanı)	Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)*	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (faiz puanı)	Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)*	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (faiz puanı)	Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)*	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (faiz puanı)
İskontolu DİBS	... - % 20	0,25**	... - % 39,99	0,5*	... - % 19,99	0,25	... - % 9,99	0,13
	% 20 - % 50	0,50	% 40,00 - % 59,99	1,00	% 20,00 - % 39,99	0,50	% 10,00 - % 19,99	0,25
	% 50 - ...	1,00	% 60,00 - ...	1,50	% 40,00 - % 59,99	1,00	% 20,00 - ...	0,50
Kuponlu DİBS	-20%	250***	Alım - satım fiyatları arasındaki açıklık azami 1.000 TL'dir.		Alım - satım fiyatları arasındaki açıklık azami 1.000 TL'dir.		Alım - satım fiyatları arasındaki açıklık azami 0,50 YTL'dir.	
	% 20 - % 50	500						
	% 50 -	1000						
Alım-Satım Kotasyonlarının Asgari Büyüklüğü****	2.000.000.000.000		2.000.000.000.000		5.000.000.000.000		5.000.000	

* Kotasyonlar yıllık basit faiz üzerinden verilmektedir.

** Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (faiz puanı üzerinden) (TL)

*** Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (fiyat üzerinden) (TL)

(01.09.2003- 31.09.2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesinde, faiz aralığı ve alım-satım kotasyonlarına ilişkin olarak bir değişikliğe gidilmiştir.

**** Alım Satım Kotasyonlarının Asgari Büyüklüğü önceki dönemlerde TL, son dönemde ise YTL üzerinden açıklanmıştır.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın dar olması, yüksek likiditenin göstergesidir. Alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın genişlemesi likidite azlığı (illiquidity) priminin fiyatlara yansımaları sonucu oluşmaktadır (OECD Economic Outlook 66, 1999, s.164). Piyasa yapıcısı için alım - satım kotasyonları arasındaki açıklık, likiditenin artırılması karşılığında elde edilen getirdir.

Tablo 4.5'te görüldüğü üzere, 2002 - 2003 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında alım - satım kotasyonları arasındaki azami açıklığa ilişkin olarak belirlenen faiz aralığı, devlet iç borçlanma faiz oranlarındaki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. (Bkz. Grafik 4.3) Nitekim, 2004 - 2005 dönemi uygulamasında faiz oranlarının düşmesi ve dalgalanmanın azalmasıyla birlikte kotasyonlar arasındaki açıklık, alım kotasyonunun denk geldiği faiz aralığına göre değiştirilmiş ve asgari kotasyon büyüklüğü arttırılmıştır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ ve ÖNERİLER

Bilindiği gibi, para politikası etkinliğini kısıtlayan temel faktörlerin başında yüksek kamu borcu baskınlığı gelmektedir. Zira, kısa vadeli ve buna ek olarak büyük bir bölümü değişken faizli veya dövize endeksli devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan borç yüküne sahip ekonomilerde finansal risk artmakta ve piyasalar hem içsel hem de dışsal şoklara duyarlı hale gelmektedir. Nitekim, son yıllarda gerek Türkiye’de gerekse gelişen bazı ülkelerde yaşanan krizlerin temel çıkış noktası olan borç yükü, borçlanma politikasının önemini artırmıştır.

Türkiye’de, sürdürülemez iç borç dinamiği ve sağlıklı bankacılık nedeniyle yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 ikiz krizlerinin ardından günümüze kadar gelen süreç içerisinde, makroekonomik gösterge ve beklentilerdeki iyileşme ile birlikte Hazine Müsteşarlığı’nın borçlanma ihtiyacının azalması ve bunun yanı sıra 2001 yılında bankacılık kesiminin mali ve operasyonel anlamda yeniden yapılandırılması çalışmaları kuşkusuz bankacılık sisteminin daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşmasının sağlanması, sektörün dayanıklılığının geliştirilmesi, sektöre güvenin kalıcı kılınması açısından büyük katkı sağlamıştır.

Bu durum, kamu borç yönetiminin geliştirilmesi, kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından 2000 yılında uygulamaya konulan ve Kasım 2000 ve Şubat 2001 ikiz krizlerinin ardından son verilen piyasa yapıcılığı sistemine yeniden geçilmesine olanak tanımıştır.

Etkin bir piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanabilmesi için öncelikle bir takım ön şartların piyasada sağlanması gerekmekte ve piyasa yapıcılığı

sisteminin piyasa koşullarına uygun ve piyasa ihtiyaçlarını karşılayabilecek nitelikte oluşturulması gerekmektedir.

Nitekim, yaşanılan ikiz krizlerin ardından finansal sistemin geliştirilmesi amacıyla gerek TCMB gerek Hazine M¼steřarlıęı gerekse BDDK tarafından bir takım yapısal reformlar gerçekleştirildikten ve ekonomide yaşanan olumlu gelişmelerden sonra piyasa yapıcılığı sistemi yeniden uygulanmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada, öncelikle uygulama amacına hizmet edip etmediğinin değerlendirilebilmesi açısından piyasa yapıcılığı sisteminin, piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasına ilişkin sağlanması gereken ön şartların ve piyasa yapıcılığı sisteminin avantaj ve dezavantajlarının anlatılması hedeflenmiş ve çeşitli ¼lke uygulamaları incelenmiştir.

Piyasa yapıcılığı sistemi T¼rkiye uygulamaları d¼nemler itibarıyla karşılaştırıldığında g¼r¼lmektedir ki, gerek kurumsal bazda yapılan yapısal reformlar gerekse makroekonomik gelişmeler uygulamanın sağlamlığı açısından sisteme önemli katkılar sağlamıştır. Ancak, halâ sığ ve likiditeden uzak bir g¼r¼n¼m sergileyen DİBS piyasaları, piyasa yapıcılar açısından bir takım risk unsurları içermektedir.

Bu bağlamda, ikincil piyasa likiditesini artırmaya y¼nelik olarak, yatırımcı tabanının genişletilmesi amacıyla bir takım stratejiler geliştirilmesi s¼z konusu olabilir. Devletin sosyal g¼venlik kurumları, özel kesimin sosyal g¼venlik kurumları (bankaların emeklilik vakıfları ya da sandıkları gibi), özel sigorta şirketleri, birtakım özel veya kamu kesimi yardımlaşma sandık ve vakıfları yatırımlarını daha çok uzun vadeli kıymetlere y¼nlendirmektedirler. B¼y¼k sanayi ve ticaret şirketleri genellikle b¼y¼k fonları ellerinde tutmakta ve bu fonları d¼zenli gelir getiren, g¼venli alanlara yatırmak ve riske atmadan en verimli şekilde y¼netmek zorunda olduklarından, fonlarını risk fakt¼r¼n¼n d¼ř¼k olduğu devlet tahvili ve hazine bonosu gibi yatırım araçlarına y¼nlendirmeyi tercih etmektedirler. Diğer taraftan, banka dışı finansal kurumların (özel finans kurumları, leasing şirketleri, t¼keticici finansman şirketleri, sermaye piyasasında işlem yapan aracı kurumlar, gayrimenkul

yatırım fonları gibi) finansal sektör içerisindeki payları hayli düşüktür. Yukarıda sözü geçen kurumların büyümeleri ve güçlenmeleri DİBS piyasalarının büyümesi ile derinleşmesi ve borçlanma vadesinin uzatılmasının sağlanması açısından büyük önem taşımaktadır. Söz konusu kurumların gelişiminin desteklenmesi, DİBS likiditesinin artması dolayısıyla piyasa yapıcılığı sisteminin etkinliğinin artması açısından büyük önem taşımaktadır. Sözü edilen yatırımcı potansiyeli içerisinde, likiditeye en büyük faydayı sağlayabilecek yatırımcı tipinin analizinin yapılarak tespit edilmesi ve bu yatırımcı grubuna bir takım avantajlar sağlanması, söz konusu grupların DİBS talebini teşvik edebilir.

Hazine Müsteşarlığı, borçlanma programını aylık bazda açıklamaktadır. Bu süre, gerek piyasa yapımcılarının gerekse tüm DİBS yatırımcılarının öngörü sağlamaları açısından oldukça kısadır. İç borçlanma ihale programlarının açıklanma periyotlarının aşama aşama uzatılmasının hem borçlanmaya ilişkin belirsizliklerin azaltılmasına, hem de piyasa yapımcılarının borçlanma stratejilerinin belirlenmesine önemli destek sağlayacağı düşünülmektedir. Böylece piyasa yapımcıları, borç yöneticisinin amaçlarını açık ve net bir biçimde anlama imkanına kavuşacak ve geleceğe yönelik beklentilerini bu amaçlar doğrultusunda yönlendirme imkanına kavuşabilecektir.

Hazine Müsteşarlığı'nın iç borç yönetimi programını orta-uzun vadeli açıklaması Türkiye'de de gri piyasasının oluşturulmasına olanak tanıyabilecek bir uygulamadır. Gri piyasa, hem piyasa yapımcılarının hem de Hazine'nin, ihracı gerçekleştirilecek kıymetin likiditesi hakkında doğru çıkarımlar yapmalarına olanak tanıyacak, hem Hazine Müsteşarlığı'na hem de piyasa katılımcılarına ihalede oluşacak fiyat / faiz hakkında öngörü sağlayacaktır. Ancak, böyle bir piyasanın işleyebilmesi için Hazine Müsteşarlığı'nın çok önceden ihale takvimini belirlemesi gerekmektedir.

Ekonomideki iyileşme ile birlikte piyasalarda istikrarın artışı finans piyasalarında güven ortamının oluşmasını sağlayacaktır. Güven bunalımının aşılması ve istikrarsızlığın ortadan kalkmaya başlaması ile birlikte piyasa

yapıcılarına açığa satış imkanı tanınması, Piyasa yapımcılarının aktif işlem yapmalarını destekleyecektir.

Piyasa yapıcılığı sistemi, piyasa yapımcılarına bir unvan sağlamaktadır. Piyasa yapımcılarının bu unvandan kaynaklanan bir takım yükümlülükleri söz konusudur. Bu yükümlülüklere istinaden piyasa yapımcılarına bir takım ayrıcalıklar da tanınmaktadır. Bu durum, uygulamanın şeffaf ilkeler üzerine yapılandırılmasını gerektirmektedir. Türkiye piyasa yapıcılığı sistemi 2000 yılı uygulamasında piyasa yapımcılarının seçilmelerine ilişkin olarak bir takım yeterlilik kriterleri açıklanmış, ancak sonraki uygulamalarda piyasa yapımcılarının hangi kriterler göz önünde bulundurularak seçildiğine ilişkin bir açıklama yapılmamıştır. A.B.D. ve Hindistan'da piyasa yapımcılarının Basle Sermaye Uyumlaştırması kapsamındaki Tier I ve Tier II sermaye standartlarını sağlaması gerekmektedir. İtalya'da piyasa yapımcılarının performansları hem birincil piyasada hem de ikincil piyasada nicel ve nitel olarak puanlama yöntemi ile değerlendirilmektedir. Meksika'da piyasa yapımcılarının performansları, DİBS piyasalarındaki nominal işlemleri baz alınarak oluşturulan bir endeks ile değerlendirilmektedir.

Şeffaflık, tüm uygulamaların kredibilitesinin artmasını sağlayacak kilit bir unsurdur. Ancak, Türkiye'de piyasa yapımcılarının seçim kriterlerinin yeterince şeffaf olmadığı düşünülmektedir. Piyasa yapımcıları ve piyasa yapıcısı olmayan bankalara ilişkin olarak oluşturulan endekste piyasa yapıcısı bankaların performanslarında son dönemde belirgin bir düşüş olduğu gözlenmektedir.

KAYNAKÇA

- Agence France Trèsor, Primary Dealers (Temmuz 2003). Erişim: Mayıs 2005, http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/agence_france_tresor_22/partners_213/primary_dealers_214.
- Agence France Trèsor, Primary Dealers Classification, (14 şubat 2005). Erişim: Mayıs 2005, http://www.aft.gouv.fr/article_790.html?id_article=790.
- Agence France Trèsor, Primary Dealers Missions (7 Temmuz 2003). Erişim: Mayıs 2005, http://www.aft.gouv.fr/article_788.html?id_article=788.
- Agence France Trèsor, Primary Dealers Selection (18 şubat 2005). Erişim: Mayıs 2005, http://www.aft.gouv.fr/article_789.html?id_article=789&id_rubrique=214.
- Akdoğan N. ve Tenker N. (1997). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, İstanbul.
- Anderson S. ve Lavoie S. (2004). The Evolution of Liquidity in the Market for Government of Canada Bonds, Bank of Canada Review, Canada.
- Arnone M. ve Iden G. (Mart 2003). Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience, IMF Working Paper WP/03/45, Erişim: şubat 2005 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0345.pdf>.
- Ateş, G., (2002). Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.
- Banco Central Do Brasil, (December 2004). Public Debt Management and Open Market Operations, Frequently Asked Questions Series. Erişim: Nisan 2005, <http://www4.bcb.gov.br>.
- Banco Central Do Brasil, Selection of Primary open Market securities Dealers and Improvement of the Domestic Securities Market, 27 Mayıs 2003. Erişim: Temmuz 2005, <http://www4.bcb.gov.br/gci-i/Focus/M20030527Selection%20of%20PrimaryOpen%20Market%20Securities%20Dealers.pdf>.

- Başaran A. (2002). Türkiye’de Piyasa Yapıcılığı Uygulaması; Volatiliteye ve Likiditeye Etkileri. T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Yüksek Lisans Programı. İstanbul.
- BDDK. (2004). Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu Ekim 2004. Ankara.
- BDDK Yıllık Rapor 2000. Erişim: Haziran 2005, <http://www.bddk.gov.tr>.
- BDDK Yıllık Rapor 2002. Erişim: Haziran 2005, <http://www.bddk.gov.tr>.
- BDDK Yıllık Rapor 2003. Erişim: Haziran 2005, <http://www.bddk.gov.tr>.
- BDDK Yıllık Rapor 2004. Erişim: Haziran 2005, <http://www.bddk.gov.tr>.
- BIS, Amendment To The Capital Accord To Incorporate Market Risks, (January 1996). Basle Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Şubat 1997.
- BIS, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, (June 2004). Basel Committee on Banking Supervision.
- Breuer W. (1999). The Relevance of Primary dealers for Public Bond Issues, CFS Working Paper No. 1999/11.
- Cinemre K., (Haziran 2004). Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişmesi Konusunda Beklentiler, Garanti Bankası.
- Cohen K. J., Maier S. F., Whitcomb D. K., (November 1979) Market Makers and the Market Spread: A Review of Recent Literature, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, No. 4.
- Coeuré B. (22 May 2003). Treasury Bonds Auctions: The Issuer’s Viewpoint, CREST Seminar, Agence France Trésor.
- Çufadar A. ve Kasapoğlu Ö. Merkez Bankacılığı, Para Politikası ve Para Politikası Araçları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Demir, M. V. (2004). 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun Getirdiği Yenilikler, Önceki Mevzuat İle Karşılaştırılması, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Ankara 2004.
- Developing Government Bond Markets A Handbook, The World Bank, International Monetary Fund, 2001.
- ECB Occasional Paper Series No. I, (July 2000).

- Elmadağ E. (2005). Devlet İç Borçlanma Senetleri Birincil ve İkincil Piyasasında Birincil Aracılık Sistemi: Türkiye Uygulaması, Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, Ankara.
- EU, Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management, Economic and Financial Committee, Brussels, (20 Kasım 2000).
- FRBNY, Administration of Relationships with Primary Dealers, (22 Ocak 1992). Erişim: Nisan 2005, http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_policies.html.
- FRBNY, Primary Dealers (Aralık 2004). Erişim: Nisan 2005, <http://www.ny.frb.org/aboutthefed/fedpoint/fed02.html>.
- Gürses U., (18.08.2003). Piyasa Yapıcılığı ve İhale Yöntemi, Radikal.
- Gray S., (1996). The Management of Government Debt, Handbooks in Central Banking No.5, Centre for Central Banking Studies Bank of England, Erişim: Aralık 2004, <http://www.bankofengland.co.uk/education/CCBS/handbooks/pdf/ccbshb05.pdf>.
- Gray S., Hoggarth G., Place J., Introduction to Monetary Operations Revised, 2nd Edition, Centre for Central banking Studies Bank of England, no:10. Erişim: Şubat 2005, <http://www.bankofengland.co.uk/education/CCBS/handbooks/pdf/ccbshb10.pdf>.
- Holm B. S., (2002). Electronic Issuance and the Future of Primary Dealer Systems, Debt Management and Government Securities Markets In The 21st Century OECD.
- IMF, (30 Haziran 2004) Compilation Guide on Financial Soundness Indicators.
- Ireland Information Memorandum (March 2005). Erişim: Mart 2005, http://www.ntma.ie/Publications/2005/NTMA_Info_05.pdf.
- Kaplan, H., (Aralık 1999 - Ocak 2000). Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasasında Piyasa Yapıcılığı Sistemi Uygulaması, *Activefinans*.
- Kaya, T. Y., (Haziran 2002). Türk Bankacılık Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri 1997-2000, BDDK, MSPD Çalışma Raporları: 2002/1, Mali Sektör Politikaları Dairesi.
- Kaya, T. Y., (Eylül 2001). Türk Bankacılık Sektöründe CAMELS Analizi, MSPD Çalışma Raporları: 2001/ 6 ,Mali Sektör Politikaları Dairesi.
- Karluk, R. (2004). Türkiye Ekonomisi. İstanbul. Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Keyder, N. Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları, 1-2-3.

- Kumcu, E. (Ekim 2001). *Krizin Anatomisi. İktisat, İşletme ve Finans Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, 15.*
- Kumcu, E., (13 Ekim 1999). Piyasa Yapıcılığı (5).
- Mandacı, P.E. (2003) Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri, *Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 5, Sayı:1.*
- Malvey P. F. Archibald C.M. ve Flynn S. (October 1998). Uniform Price Auctions: Update of the Treasury Experience, Office Of Market Finance U.S. Treasury Washington, D.C. 20220, Department of Treasury.
- Malvey P.F., Archibald C. M. (1998). Uniform-Price Auctions: Update of the Treasury Experience: Evaluation of the Treasury Experience, United States Department of the Treasury.
- McConnachie R. (Mayıs 1996). Primary Dealers in Government Securities Markets, Centre for Central Banking Studies Bank of England, Handbooks in Central Banking No.6 <http://www.bankofengland.co.uk/education/CCBS/handbooks/pdf/ccbshb06.pdf>.
- Muratoğlu, G. (Aralık 2001). Nasıl Bir Kriz? *İşletme ve Finans Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, 75.*
- Mohanty, M.S. (Temmuz 2002). Improving Liquidity in Government Bond Markets: What Can Be Done, BIS Papers No:11 The Development of Bond Markets in Emerging Economies.
- Norges Bank, Primary Dealer Agreement for Treasury Bills For 2005. Erişim: Mart 2005, http://www.norges-bank.no/english/government_debt/pdealeragreement_bills_2005.pdf.
- OECD. (1999). Public Debt Management At The Cross- Roads, OECD Economic Outlook 66
- Pehlivan N., Risk Analizine Dayalı Kamu Borç Yönetimi. Erişim: Nisan 2005, <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/5-2.doc>.
- Sudararajan V., Lay K. G. (21 Kasım 2002). Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document, International Monetary Fund, The World Bank.
- Şen İ., (2004). Devlet İç Borçlanma Senetleri İhaleleri Mekanizması: Türkiye’de İhalelerin Etkinliği Üzerine Bir Çalışma, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, TCMB.

- TesoroPúblico, Primary Dealers in the Letras del Tesoro Market. Erişim: Mayıs 2005, http://www.tesoro.es/en/home/creadores/creadores_letras.asp.
- TesoroPúblico, Primary Dealers in the Bonos and Obligaciones Market. Erişim: Mayıs 2005, http://www.tesoro.es/en/home/readores/creadores_bonos.asp.
- TesouroNacional, Annual Public Debt Report 2003. Number 1 Brasilia January 2004, Tesouro Nacional Erişim: Mart 2005, http://www.stn.fazenda.gov.br/english/public_debt/downloads/Relatorio_anual2003Ing.pdf.
- Thorat U. Asia-Pacific Development Journal, Vol.9, No.1, (Haziran 2002). Developing Bond Markets To Diversify Long-Term Development Finance: Country Study of India.
- Tomita T., (February 1, 2002). The Need for Redefining Japan's Government Debt Management Policy, Nomura Research Institute Papers, No:42.
- The Italian Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments, Public Debt Management Office Department of The Treasury, March 3, 2000 Erişim: Mart 2003, http://www.dt.tesoro.it/ENGLISH-VE/Public-Deb/Reports--P/Italian-Tr/3_3_2000_13_43_The-Italian-Treasury-.pdf.
- The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments. (December 1999). Federal Reserve Bulletin,
- UK DMO, A Guide to the Roles of the DMO and Primary Dealers in the UK Government Bond Market, Aralık 2004, UK Debt Management <http://www.dmo.gov.uk/gilts/public/technical/guidebook211204.pdf>.
- TCMB. (2003). Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Ödünç İşlemleri Piyasası Uygulama Talimatı 2003, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-10.htm>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2000). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2000 – 2001). Erişim: Mart 2005, <http://www.hazine.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2002). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2002 – 2003). Erişim: Mart 2005, <http://www.hazine.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2003). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2003 – 2004). Erişim: Mart 2005, <http://www.hazine.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2004). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2004 – 2005). Erişim: Mart 2005, <http://www.hazine.gov.tr>.

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2005). Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi (2005 – 2006). Erişim: Mart 2005, <http://www.hazine.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2003 Yılı Finansman Gerçekleşmeleri ve 2004 Yılı Finansman Programı (14 Ocak 2004).
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Net Borç Stoku: 2004 Yıl Sonu Gerçekleşmeleri.
- TCMB Yıllık Rapor. (2000). Erişim: Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2001). Erişim: Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2002). Erişim: Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2003). Erişim: Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Yıllık Rapor. (2004). Erişim: Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (1986).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (2001).
- Yeldan E. ve Voyvoda E. (2002) Türkiye Ekonomisi için Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Kasım 2002, 18-27.

EKLER

Performans Endeksini Oluşturan Veri Tabanı

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
Akbank							
Aralık 2002	27.483.275	7.061.563	15.276.132	17.680.354	3.651.620	127.959	127.959
Mart 2003	25.135.352	6.421.705	13.956.462	16.102.562	3.541.368	110.886	110.886
Haziran 2003	23.567.681	6.255.242	12.343.541	14.177.191	4.026.819	110.190	110.190
Eylül 2003	26.774.578	6.809.383	13.803.114	15.673.745	4.635.818	109.146	109.146
Mart 2004	27.970.450	9.102.163	13.078.307	14.978.482	5.184.879	116.758	116.758
Haziran2004	30.722.081	10.556.898	15.757.151	17.002.053	5.338.001	127.521	127.521
Eylül 2004	32.953.046	11.874.469	17.367.699	18.423.371	5.812.652	152.570	152.570
Mart 2005	37.832.174	13.873.334	16.557.748	17.771.174	6.153.942	245.629	245.629
T.İş Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	26.672.610	8.131.330	12.297.139	14.194.539	4.773.988	1.329.755	549.770
Mart 2003	24.857.151	7.789.001	11.426.218	13.070.545	4.467.521	1.228.276	519.447
Haziran 2003	24.661.841	7.767.867	10.263.707	12.031.149	4.764.475	1.159.076	513.954
Eylül 2003	26.899.266	8.237.778	11.196.894	12.997.943	4.954.024	1.185.003	850.793
Mart 2004	32.327.439	8.890.964	11.966.526	13.888.693	6.443.936	1.130.766	1.130.766
Haziran2004	34.247.360	11.056.999	13.882.365	15.424.864	6.121.938	919.377	919.377
Eylül 2004	37.491.937	11.894.735	15.222.285	16.782.907	7.196.399	998.046	998.046
Mart 2005	42.188.693	13.893.700	15.655.341	17.692.460	7.588.550	1.168.061	1.168.061

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
T. Garanti Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	21.987.757	6.359.995	13.924.289	14.235.533	1.886.374	404.109	128.251
Mart 2003	20.394.066	6.222.745	12.844.928	12.994.406	1.768.011	344.978	127.210
Haziran 2003	18.853.334	5.803.700	11.070.590	11.204.943	1.998.240	316.834	138.874
Eylül 2003	19.758.181	6.113.592	11.552.793	11.849.600	2.187.824	317.045	136.520
Mart 2004	22.567.269	7.441.467	12.280.211	12.647.736	2.782.136	324.528	158.685
Haziran2004	24.994.111	9.489.605	13.800.953	14.256.880	2.660.567	324.203	183.803
Eylül 2004	26.359.226	10.426.024	14.806.409	15.025.475	2.910.185	396.725	209.781
Mart 2005	26.701.481	11.405.201	13.573.613	13.896.856	3.260.488	500.522	359.077
T.Dış Ticaret Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	4.327.180	1.395.601	2.724.912	2.711.212	639.395	78.199	69.174
Mart 2003	3.941.708	1.295.927	2.168.576	2.378.917	601.468	78.569	64.151
Haziran 2003	3.719.624	1.340.172	1.895.494	2.021.484	673.607	88.385	69.164
Eylül 2003	4.222.421	1.673.306	2.207.860	2.323.633	736.518	96.109	73.058
Mart 2004	5.493.611	2.232.738	2.445.224	2.740.792	949.769	84.055	68.727
Haziran2004	6.063.260	2.997.170	2.877.091	3.177.100	855.345	90.152	73.459
Eylül 2004	7.014.571	3.097.750	3.505.723	3.805.187	915.126	107.888	84.524
Mart 2005	6.451.858	3.080.310	3.007.131	3.290.998	997.199	179.029	159.595

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
Yapı Kredi Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	21.159.609	7.964.850	10.040.184	10.505.565	3.078.649	916.587	635.372
Mart 2003	19.299.469	7.530.386	9.028.646	9.169.635	2.854.629	809.921	548.388
Haziran 2003	18.660.499	7.161.544	8.117.648	8.217.508	2.945.566	766.631	555.009
Eylül 2003	19.355.912	7.343.252	7.826.347	8.304.954	3.055.546	745.699	532.709
Mart 2004	21.552.218	8.249.375	7.989.508	8.567.958	4.042.944	730.634	550.362
Haziran2004	23.177.709	9.668.078	9.008.022	9.355.024	3.835.797	663.933	485.511
Eylül 2004	24.579.692	9.760.957	9.904.559	10.442.353	4.157.036	623.753	496.934
Mart 2005	24.746.083	10.365.016	8.789.674	9.518.772	4.830.853	797.356	550.861
Oyakbank A.Ş.							
Aralık 2002	3.955.066	1.207.898	1.627.395	1.707.178	465.087	11.148	3.474
Mart 2003	3.619.593	1.282.261	1.521.017	1.555.857	434.579	23.061	4.643
Haziran 2003	3.555.618	1.351.934	1.371.105	1.454.964	446.411	23.760	4.728
Eylül 2003	3.891.365	1.665.184	1.373.832	1.480.962	481.913	24.082	5.317
Mart 2004	4.703.925	2.494.422	1.440.185	1.578.235	577.734	22.489	5.605
Haziran2004	5.353.124	3.106.742	1.792.837	1.979.123	576.350	27.753	6.599
Eylül 2004	5.978.823	3.373.950	2.072.332	2.200.892	634.797	28.772	6.907
Mart 2005	6.174.624	3.611.239	1.991.322	2.258.968	796.786	38.140	8.766

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
T.Vakıflar Bankası T.A.O.							
Aralık 2002	14.314.509	3.808.646	6.527.417	7.804.675	853.005	1.047.048	509.723
Mart 2003	13.855.677	3.580.558	6.013.199	7.172.898	864.713	951.172	462.737
Haziran 2003	14.168.941	3.560.358	5.474.618	6.418.788	935.751	944.799	472.034
Eylül 2003	14.474.148	3.898.730	5.052.575	5.991.088	1.115.326	928.463	480.723
Mart 2004	16.670.091	5.175.680	5.857.742	6.719.792	1.328.759	875.237	875.237
Haziran2004	18.331.987	6.843.473	7.243.345	7.843.400	1.320.702	877.181	877.181
Eylül 2004	20.141.898	7.286.649	7.859.119	8.478.016	1.568.402	875.995	875.995
Mart 2005	23.938.782	8.158.240	7.873.550	8.623.053	2.222.764	804.672	804.672
T.C.Ziraat Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	42.360.290	5.354.354	11.872.736	11.635.838	4.676.736	2.778.595	1.990.445
Mart 2003	39.832.849	4.873.756	10.480.424	10.245.867	4.686.169	2.481.804	1.879.788
Haziran 2003	39.543.293	5.278.148	8.829.313	8.642.711	5.030.566	2.477.815	1.968.573
Eylül 2003	42.550.167	4.870.777	9.178.268	9.033.385	5.431.360	2.420.336	2.263.629
Mart 2004	52.801.103	6.488.596	9.687.285	9.585.250	6.355.706	2.369.235	2.302.708
Haziran2004	51.797.693	7.531.565	10.857.525	10.705.361	3.805.877	432.581	365.157
Eylül 2004	54.966.148	7.387.992	12.519.170	12.379.922	4.557.526	427.067	359.791
Mart 2005	56.817.043	10.588.696	11.061.028	10.976.475	5.478.179	377.074	318.312

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
HSBC Bank A.Ş.							
Aralık 2002	3.561.778	1.586.974	1.702.713	2.023.873	829.909	45.358	40.549
Mart 2003	3.087.725	1.517.944	1.587.842	1.694.273	803.268	41.113	36.531
Haziran 2003	2.956.006	1.405.758	1.504.986	1.631.293	804.987	35.881	33.412
Eylül 2003	3.184.137	1.497.436	1.437.135	1.707.303	867.577	35.573	34.004
Mart 2004	3.571.434	1.965.038	1.501.565	1.751.339	877.558	42.825	41.685
Haziran2004	4.485.265	2.824.494	1.925.203	2.200.760	906.221	45.146	43.150
Eylül 2004	5.081.311	3.226.848	2.350.958	2.580.434	959.714	45.595	42.924
Mart 2005	5.404.171	3.870.212	2.019.722	2.273.844	986.917	67.950	58.680
Finansbank A.Ş.							
Aralık 2002	5.536.802	1.948.511	2.805.077	3.816.277	601.453	189.774	113.555
Mart 2003	5.542.512	2.180.767	3.050.721	3.779.109	592.933	155.966	95.290
Haziran 2003	5.056.295	2.023.507	2.422.329	3.014.338	628.248	156.863	98.818
Eylül 2003	5.394.340	2.227.307	2.523.891	3.239.441	686.404	93.856	76.521
Mart 2004	6.005.671	3.102.019	2.913.041	3.547.850	830.843	92.152	92.152
Haziran2004	7.478.980	4.051.737	3.960.804	4.156.987	868.701	93.183	81.319
Eylül 2004	7.647.339	4.412.296	3.628.786	4.260.937	940.314	102.005	102.005
Mart 2005	9.660.763	6.034.739	4.364.773	5.403.414	1.100.129	131.480	131.480

	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	YP Aktifler	YP Pasifler	Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Takipteki Krediler)	Özel Karşılıklar
SEKTÖR							
Aralık 2002	238.971.254	63.340.798	109.831.894	120.510.918	28.847.482	11.722.073	7.519.846
Mart 2003	220.192.612	59.573.556	97.036.865	107.655.287	28.091.997	9.544.386	6.451.512
Haziran 2003	211.660.797	57.842.005	84.128.468	93.670.570	30.146.769	9.363.891	6.599.912
Eylül 2003	225.096.032	61.575.743	87.299.635	97.286.755	32.533.627	9.085.874	7.043.029
Mart 2004	256.012.063	74.929.075	89.017.698	99.297.471	38.878.733	8.154.832	7.326.316
Haziran2004	274.842.745	91.117.110	104.827.298	113.715.219	35.604.572	5.886.701	5.100.020
Eylül 2004	294.221.715	97.133.893	114.940.440	123.498.811	39.929.974	6.056.013	5.365.226
Mart 2005	313.736.287	111.476.274	108.730.064	119.615.884	47.324.420	6.674.223	5.955.293

Piyasa Yapıcısı Bankalar Performans Endeksi

	Özkaynaklar / Toplam Aktifler	Yabancı Para Genel Net Pozisyonu/ Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Net)/ Özkaynak (Kar Hariç)	Takipteki Alacaklar (Brüt)/ Krediler
Aralık 2002	100	100	100	100
Mart 2003	100,39	100,91	100,27	100,19
Haziran 2003	101,84	101,69	100,68	100,21
Eylül 2003	102,27	101,71	101,46	100,42
Mart 2004	102,83	102,16	102,31	101,04
Haziran2004	100,40	102,60	102,28	102,18
Eylül 2004	100,98	103,14	102,32	102,21
Mart 2005	101,39	102,42	102,31	102,23

Piyasa Yapıcısı Olmayan Bankalar Performans Endeksi

	Özkaynaklar / Toplam Aktifler	Yabancı Para Genel Net Pozisyonu/ Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Net)/ Özkaynak (Kar Hariç)	Takipteki Alacaklar (Brüt)/ Krediler
Aralık 2002	100	100	100	100
Mart 2003	100,61	98,12	100,53	100,97
Haziran 2003	101,27	99,14	98,62	100,81
Eylül 2003	101,11	99,39	98,61	101,26
Mart 2004	101,59	100,25	100,88	102,23
Haziran2004	100,91	100,18	100,95	102,52
Eylül 2004	101,23	100,59	100,96	102,59
Mart 2005	103,44	101,42	100,71	102,64

Bankacılık Sektörü Performans Endeksi

	Özkaynaklar / Toplam Aktifler	Yabancı Para Genel Net Pozisyonu/ Özkaynak	Takipteki Alacaklar (Net)/ Özkaynak (Kar Hariç)	Takipteki Alacaklar (Brüt)/ Krediler
Aralık 2002	100	100	100	100
Mart 2003	100,60	99,87	100,34	100,48
Haziran 2003	101,91	100,87	99,60	100,45
Eylül 2003	102,10	101,02	100,33	100,73
Mart 2004	102,74	101,71	101,85	101,48
Haziran2004	100,78	101,95	101,86	102,34
Eylül 2004	101,32	102,52	101,94	102,39
Mart 2005	102,65	102,27	101,90	102,44

Piyasa Yapıcılarının Menkul Kıymetler Cüzdanı İle İlgili Rasyolarını Oluşturan Veri Tabanı

	Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net)	Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	Satılmaya Hazır Menkul Değerler (Net)	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Faiz Gelirleri
Akbank							
Aralık 2002	5.322.104	675.017	5.393.169	27.483.275	7.061.563	1.812.839	3.519.548
Mart 2003	5.018.826	670.949	5.984.611	25.135.352	6.421.705	677.712	1.085.516
Haziran 2003	6.938.633	644.765	3.736.821	23.567.681	6.255.242	1.089.911	1.803.012
Eylül 2003	7.657.824	644.765	4.967.422	26.774.578	6.809.383	1.827.488	2.824.392
Mart 2004	4.862.082	644.765	7.938.220	27.970.450	9.102.163	579.251	995.671
Haziran2004	5.403.157	322.382	8.771.142	30.722.081	10.556.898	1.224.534	2.080.203
Eylül 2004	4.357.560	322.382	10.264.204	32.953.046	11.874.469	1.838.742	3.235.055
Mart 2005	3.037.286	322.382	12.334.283	37.832.174	13.873.334	474.139	1.065.982
T.İş Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	1.242.507	1.497.411	4.970.497	26.672.610	8.131.330	1.665.855	3.334.198
Mart 2003	616.773	1.451.271	6.227.580	24.857.151	7.789.001	448.163	897.469
Haziran 2003	772.212	1.351.266	6.539.201	24.661.841	7.767.867	725.568	1.527.671
Eylül 2003	2.907.874	1.047.731	5.470.274	26.899.266	8.237.778	1.357.177	2.599.164
Mart 2004	1.954.256	786.717	8.755.013	32.327.439	8.890.964	532.727	1.043.230
Haziran2004	688.052	482.605	10.154.082	34.247.360	11.056.999	1.011.631	2.105.371
Eylül 2004	420.407	316.541	12.670.467	37.491.937	11.894.735	1.508.725	3.268.681
Mart 2005	382.249	316.541	15.242.869	42.188.693	13.893.700	475.845	1.195.095

	Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net)	Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	Satılmaya Hazır Menkul Değerler (Net)	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Faiz Gelirleri
T. Garanti Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	1.541.945	5.014.183	1.089.108	21.987.757	6.359.995	1.722.797	3.049.205
Mart 2003	875.337	5.057.815	1.947.654	20.394.066	6.222.745	450.216	739.575
Haziran 2003	914.894	4.621.535	1.983.192	18.853.334	5.803.700	503.730	1.061.082
Eylül 2003	495.257	4.576.163	2.911.695	19.758.181	6.113.592	647.479	1.507.167
Mart 2004	764.294	3.632.846	4.608.081	22.567.269	7.441.467	342.207	673.284
Haziran2004	723.788	4.198.934	3.855.595	24.994.111	9.489.605	786.981	1.481.600
Eylül 2004	625.783	3.791.719	4.585.696	26.359.226	10.426.024	1.155.286	2.271.255
Mart 2005	219.540	3.506.987	5.662.084	26.701.481	11.405.201	369.387	837.009
T.Dış Ticaret Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	598.377	0	677.943	4.327.180	1.395.601	93.902	674.606
Mart 2003	440.653	0	636.867	3.941.708	1.295.927	68.974	177.069
Haziran 2003	474.613	0	642.939	3.719.624	1.340.172	102.480	298.509
Eylül 2003	440.653	0	624.835	4.222.421	1.673.306	159.655	447.958
Mart 2004	348.014	13.100	1.349.669	5.493.611	2.232.738	72.937	179.484
Haziran2004	228.119	14.800	1.171.572	6.063.260	2.997.170	147.353	387.530
Eylül 2004	253.632	447.254	1.185.654	7.014.571	3.097.750	204.231	592.208
Mart 2005	233.511	418.417	1.043.252	6.451.858	3.080.310	63.789	200.875

	Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net)	Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	Satılmaya Hazır Menkul Değerler (Net)	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Faiz Gelirleri
Yapı Kredi Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	2.933.514	639.177	642.163	21.159.609	7.964.850	946.246	3.251.878
Mart 2003	2.080.094	750.459	846.728	19.299.469	7.530.386	217.217	622.582
Haziran 2003	2.196.216	756.969	1.311.215	18.660.499	7.161.544	407.332	1.176.866
Eylül 2003	2.080.094	641.905	1.495.014	19.355.912	7.343.252	616.121	1.796.421
Mart 2004	3.071.740	228.643	2.325.580	21.552.218	8.249.375	311.126	723.423
Haziran2004	3.583.710	173.329	2.216.299	23.177.709	9.668.078	412.145	1.279.046
Eylül 2004	3.361.287	175.542	2.659.907	24.579.692	9.760.957	677.643	2.031.748
Mart 2005	3.206.020	162.932	2.656.751	24.746.083	10.365.016	220.139	713.850
Oyakbank A.Ş.							
Aralık 2002	376.686	674.619	853	3.955.066	1.207.898	581.698	982.234
Mart 2003	333.375	744.465	952	3.619.593	1.282.261	78.782	205.984
Haziran 2003	419.150	825.924	880	3.555.618	1.351.934	175.383	400.702
Eylül 2003	333.375	896.328	30.739	3.891.365	1.665.184	283.454	615.851
Mart 2004	172.575	627.849	553.276	4.703.925	2.494.422	91.252	227.363
Haziran2004	150.478	462.671	846.609	5.353.124	3.106.742	166.039	451.580
Eylül 2004	109.154	428.906	1.105.121	5.978.823	3.373.950	236.455	690.918
Mart 2005	89.630	382.430	1.159.795	6.174.624	3.611.239	82.666	253.388

	Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net)	Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	Satılmaya Hazır Menkul Değerler (Net)	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Faiz Gelirleri
T.Vakıflar Bankası T.A.O.							
Aralık 2002	3.833.886	1.305.385	20.250	14.314.509	3.808.646	1.007.631	2.204.315
Mart 2003	3.975.924	1.302.886	21.030	13.855.677	3.580.558	269.831	552.120
Haziran 2003	3.962.974	1.305.280	22.363	14.168.941	3.560.358	503.937	1.033.428
Eylül 2003	3.830.870	1.305.280	186.812	14.474.148	3.898.730	820.413	1.679.252
Mart 2004	3.972.407	810.668	1.746.894	16.670.091	5.175.680	338.328	674.172
Haziran2004	3.801.908	601.903	2.190.358	18.331.987	6.843.473	588.090	1.331.286
Eylül 2004	3.906.693	551.907	2.957.927	20.141.898	7.286.649	926.083	2.129.266
Mart 2005	1.698.950	573.629	7.178.464	23.938.782	8.158.240	333.963	860.160
T.C.Ziraat Bankası A.Ş.							
Aralık 2002	1.761.556	18.502.652	350.744	42.360.290	5.354.354	10.196.983	11.655.977
Mart 2003	2.418.867	19.949.510	418.617	39.832.849	4.873.756	2.466.713	2.925.288
Haziran 2003	4.314.519	20.216.501	541.879	39.543.293	5.278.148	4.661.697	5.578.289
Eylül 2003	5.773.071	19.766.266	672.100	42.550.167	4.870.777	6.779.544	8.152.102
Mart 2004	6.924.709	25.337.672	3.671.959	52.801.103	6.488.596	1.811.506	2.192.419
Haziran2004	4.967.594	25.010.718	4.428.136	51.797.693	7.531.565	3.456.563	4.217.980
Eylül 2004	4.205.017	25.072.805	6.603.971	54.966.148	7.387.992	5.398.715	6.599.053
Mart 2005	3.388.159	23.892.054	9.238.693	56.817.043	10.588.696	1.701.671	2.220.225

	Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (Net)	Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler	Satılmaya Hazır Menkul Değerler (Net)	Toplam Aktifler	Toplam Krediler	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Faiz Gelirleri
HSBC Bank A.Ş.							
Aralık 2002	120.382	349.107	308.912	3.561.778	1.586.974	170.130	599.008
Mart 2003	63.806	352.631	297.530	3.087.725	1.517.944	43.232	154.600
Haziran 2003	340.048	0	333.413	2.956.006	1.405.758	67.536	237.919
Eylül 2003	357.774	0	331.598	3.184.137	1.497.436	96.149	357.989
Mart 2004	258.623	0	321.600	3.571.434	1.965.038	21.573	129.397
Haziran2004	108.544	0	366.367	4.485.265	2.824.494	29.824	285.290
Eylül 2004	155.098	0	376.296	5.081.311	3.226.848	41.480	460.164
Mart 2005	147.757	0	346.391	5.404.171	3.870.212	9.383	207.387
Finansbank A.Ş.							
Aralık 2002	0	837.708	1.018.925	5.536.802	1.948.511	520.020	962.553
Mart 2003	0	1.042.990	663.348	5.542.512	2.180.767	114.377	215.069
Haziran 2003	0	887.590	926.794	5.056.295	2.023.507	165.684	355.027
Eylül 2003	0	968.949	562.587	5.394.340	2.227.307	239.887	541.109
Mart 2004	0	909.467	455.866	6.005.671	3.102.019	53.458	194.709
Haziran2004	0	1.288.397	286.556	7.478.980	4.051.737	130.414	455.431
Eylül 2004	0	0	1.248.613	7.647.339	4.412.296	191.857	739.117
Mart 2005	0	0	1.418.368	9.660.763	6.034.739	51.956	343.312