T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

DEVLET İÇ BORÇLANMASINDA PİYASA YAPICILIĞI MEKANİZMASI: TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

MERVE ÇOMAK

TEZ DANIŞMANI
DOÇ.DR. İSMAİL ORÇUN GÜNDÜZ

EDİRNE 2019

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BANKACILIK ANABİLİM DALI

BİLİM DALLARINDA-YÜKSEK LİSANS

TEZ SAVUNMASI VE SÖZLÜ SINAV TUTANAĞI

MERVE ÇOMAK tarafından hazırlanan "DEVLET İÇ BORÇLANMASINDA PİYASA YAPICILIĞI MEKANİZMASI: TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ" Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca **26.08.2019 Pazartesi** günü saat 13:00 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *Kabul edilmesine **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Prof. Dr. Gökhan SÖNMEZLER	Kabul edilmesine	
Doç. Dr. İsmail Orçun GÜNDÜZ	Kabul edilmesine	
Dr. Öğretim Üyesi Mehmet ALTUNTAŞ	Kabul edilmesine	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
DOĞRULUK BEYANI

Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında, tüm verilerin bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini, kullanılan verilerde tahrifat yapılmadığını, tezin akademik ve etik kurallara uygun olarak yazıldığını, kullanılan tüm literatür bilgilerinin bilimsel normlara uygun bir şekilde kaynak gösterilerek ilgili tezde yer aldığını ve bu tezin tamamı ya da herhangi bir bölümünün daha önceden Trakya Üniversitesi ya da farklı bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

18 / 09 /2019

Merve ÇOMAK



Tezin Adı: Devlet İç Borçlanmasında Piyasa Yapıcılığı Mekanizması: Türkiye Değerlendirmesi

Hazırlayan: Merve ÇOMAK

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerin temel ekonomik sorunlarından biri kamu açıklarının finansmanıdır. Devletlerin kamu açıklarının finansmanı için başvuracağı yöntemlerinden biri de borçlanma olup gerek iç borçlanma gerek dış borçlanma ile bu açıklarını finanse ederler. Borç yöneticilerinin de amacı bütçe açıklarının finansmanı için düşük maliyet ve en az riskle finanse etmektir. Bu anlamda piyasa yapıcılığı borç yöneticilerinin kamu borç finansmanında yararlandıkları bir sistemdir.

Kamu borç yönetiminin etkinliğini sağlamak amacıyla Türkiye 2000 yılında pek çok gelişmiş ülkelerin de uyguladığı piyasa yapıcılığını sistemini uygulamaya başlamıştır. Piyasa yapıcılığı sistemi ile kamunun ihtiyaç gördüğü borçlanmayı iç piyasadan sağlayarak dışa bağımlılığı azaltmak, minimum maliyet ve en az risk ile kamunun finansman ihtiyacının giderilmesini amaçlanmıştır. Piyasaların hem işleyişini etkinleştiren hem de likiditesini arttıran bu sistem ile DİBS ihracı eden kuruluşların borçlanma maliyetini azaltmakla beraber aynı zamanda ikincil piyasaların da aktif işlem yapılması amaçlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kamu borç yönetimi, piyasa yapıcılığı sistemi, Devlet İç Borçlanma Senedi, Türkiye.

Name of Thesis: Market Maker System in Internal Public Borrowing: Evaluation of Turkey's Implementation

Prepared by: Merve ÇOMAK

ABSTRACT

One of the main economic problems of developing countries is the financing of public deficits. One of the methods that governments will apply for the financing of public deficits is borrowing and they cover these deficits with both domestic borrowing and external borrowing. The purpose of debt managers is to finance budget deficits with low cost and minimal risk. In this context, market maker is a system which debt managers utlize in public debt financing.

In order to ensure the effectiveness of public debt management, market maker system was started to implement in Turkey in 2000. With the market-making system, it was aimed to reduce the dependence on foreign sources by obtaining the borrowing required by the public sector from the domestic market, and to meet the financing needs of the public sector with minimum cost and minimum risk. This system, which enables the functioning of the markets and increases the liquidity, reduces both the borrowing cost for the issuers of the State Domestic Debt Securities and aims to make active transactions in the secondary markets.

Keywords: Public debt management, market maker system, Government Domestic Debt Securities, Turkey.

ÖNSÖZ

Devlet iç borçlanma senetlerini 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 borcu yönetenler ile aracılar arasındaki bir anlaşma sonucu ortaya çıkmış, sistemin kurulmasının temel nedeni ise profesyonel finansal aracılara, DİBS piyasasında bir dizi hak karşılığında belli yükümlülükler vererek, borçlanma piyasasını daha verimli ve daha organize işleyen piyasalar haline getirme çabasıdır. Piyasa Yapıcılığı Sistemi, gerek finansal gelişmişlik düzeyi farklı birçok ülkede, gerek de ülkelerin finansal piyasalarının yapısal farklılıklarının göz önünde bulundurularak, farklı şekillerde uygulanmaktadır. Bu çalışmada piyasa yapıcılığı mekanizması ele alınacak daha sonra ise dünyada ve Türkiye'de sistemin işleyişi değerlendirilecektir.

Çalışmamda beni yönlendiren ve değerli katkılarını benden esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. İsmail Orçun Gündüz'e teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, çalışmam boyunca manevi güç ve destek aldığım kıymetli aileme teşekkür eder, bana destek veren mesai arkadaşlarıma da teşekkürlerimi sunarım.

Merve ÇOMAK

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **i**
ABSTRACT ..... **ii**
ÖNSÖZ ..... **iii**
İÇİNDEKİLER ..... **iv**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **ix**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **x**
GİRİŞ **1**
I. Bölüm **3**
1. KAMU BORÇLANMASI VE BORÇ YÖNETİMİ 3
1.1. KAMU BORÇLANMASI 3
1.1.1. Borçlanma Kavramı ve Önemi 3
1.1.2. Borçlanma Konusunda Temel Yaklaşımlar 4
1.1.3. Kamu Borçlanması Nedenleri 6
1.1.3.1. Mali Nedenler 6
1.1.3.2. Ekonomik Nedenler 7
1.1.3.3. Diğer Nedenler 8
1.1.4. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması 9
1.1.4.1. Borçların Süreleri Bakımından Sınıflandırılması 10
1.1.4.1.1. Kısa Vadeli Borçlar (Dalgalı Borçlar) 10
1.1.4.1.1.1. Kısa Vadeli Borçlara Başvurma Nedenleri 12
1.1.4.1.1.1.1. Bütçedeki Gelir ve Giderler Arasındaki Dengesizliğin Giderilmesi 12
1.1.4.1.1.1.2. Faiz Maliyetinin Daha Düşük Olması 12
1.1.4.1.1.1.3. Uzun vadeli Bir Borçlanmaya Zemin Hazırlanması 13
1.1.4.1.1.1.4. Durgunlukta Bir Maliye Politika Aracı Olarak Kullanılması 13
1.1.4.1.1.1.5. Çeşitli Olağanüstü Giderlerin Finansmanın Sağlanması 13
1.1.4.1.1.1.6. Koşulların Kısa Vadeli Borca Daha Uygun Olması 14
1.1.4.1.1.1.7. Sermaye Piyasasının Yeterince Gelişmemiş Olması 14
1.1.4.1.2. Türkiye'de Kısa Vadeli Borç Türleri 14

1.1.4.1.2.1. İç Kaynaklardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar 14
1.1.4.1.2.1.1. Hazine Bonoları.....15
1.1.4.1.2.1.2. Hazine Kefaletini Haiz Bonolar 17
1.1.4.1.2.1.3. Müteahhit (Yüklenici) Bonoları 18
1.1.4.1.2.1.4. Avanslar.....19
1.1.4.1.2.1.5. Bütçe Emanetleri ve Adi Emanetler.....20
1.1.4.1.2.2. Dış Kaynaklardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar.....20
1.1.4.1.2.3. Uzun Vadeli Borçlar (Konsolide Borçlar).....21
1.1.4.1.2.3.1. Süresiz Borçlar (Devamlı Borçlar) 21
1.1.4.1.2.3.2. Süreli Borçlar (İtfa Süresi Belli Borçlar).....22
1.1.4.2. Gönüllü Olup Olmadıklarına Göre Borçların Sınıflandırılması.....23
1.1.4.2.1. İsteğe Bağlı Borçlar.....23
1.1.4.2.2. Zorunlu Borçlar 23
1.1.4.3. Sağladıkları Kaynaklar Açısından Borçların Sınıflandırılması.....24
1.1.4.3.1. İç Borçlar.....25
1.1.4.3.1.1. İç Borç Kaynakları.....26
1.1.4.3.1.1.1. Özel Kişi ve Kuruluşlardan Borçlanma 26
1.1.4.3.1.1.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Ekonomik Kuruluşlardan Borçlanma 26
1.1.4.3.1.1.3. Ticari Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Borçlanma 27
1.1.4.3.1.1.4. Merkez Bankasından Borçlanma 27
1.1.4.3.2. Dış Borçlar.....28
1.1.5. Türkiye'de İç Borçlanmanın Gelişimi 32
1.1.6. Türkiye'de İç Borçlanma Yöntemleri.....45
1.1.6.1. İhale Yöntemi.....45
1.1.6.2. Satışa Arz Yöntemi (TAP Satışı Yöntemi veya Musluk sistemi) 46
1.1.6.3. Halka Arz Yöntemi 47
1.1.6.4. Doğrudan Satış Yöntemi (Özel tertip kıymet ihracı yöntemi) 47
1.1.6.5. Konsinye İşlemler Yöntemi 47
1.2. BORÇ YÖNETİMİ.....48
1.2.1. Borç Yönetiminin Tanımı ve Kapsamı 48
1.2.2. Borç Yönetiminin Kalite Kriterleri.....49

1.2.2.1. Kredi Maliyetleri 49
1.2.2.2. Risk Faktörü 50
1.2.2.3. Şeffaflık 51
1.2.3. Borç Yükü ve Gelir Dağılımı 52
1.2.4. Devlet Borçlarının Yönetimi 53
1.2.5. Devlet Borçlanmasının Etki ve Sonuçları 55
1.2.5.1. Ekonomik Denge ve Devlet Borçlanması 57
1.2.5.2. Ekonomik Kalkınma ve Devlet Borçlanması 57
1.2.6. Türkiye'de Borç Yönetimi 59
1.2.7. Kamu Borçlarının Sona Ermesi 65
1.2.7.1. Borcun İtfası (Ödeme) 65
1.2.7.1.1. Borçların Geri Ödeme Şekilleri 65
1.2.7.1.1.1. Zorunlu Ödeme 66
1.2.7.1.1.2. İsteğe Bağlı Ödeme 66
1.2.7.1.1.3. Dr. Price'ın Otamatik Ödeme Teorisi 66
1.2.7.1.2. Borcun Reddi 67
1.2.7.1.3. Devlet Borçlarının Enflasyonla Ödenmesi 67
1.2.8. Olağanüstü Borç Yönetimi 68
1.2.8.1. Konsolidasyon (Tahkim) 68
1.2.8.2. Konversiyon (Değiştirme) 69
II. Bölüm 71
2. PİYASA YAPICILIĞI **71**
2.1. Piyasa Yapıcılığı Kavramı 71
2.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Amacı ve Kapsamı 71
2.3. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar 72
2.3.1. Birincil Piyasada Sağlanan Haklar 72
2.3.2. Merkez Bankası'nca Sağlanacak Haklar 73
2.3.3. İkincil Piyasada Sağlanan Haklar 74
2.4. Piyasa Yapıcıların Yükümlülükleri 75
2.4.1. Birincil Piyasa Yükümlülükleri 75
2.4.2. İkincil Piyasa Yükümlülükleri 76

2.4.3. Diğer Yükümlülükler 77
2.5. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Ülke Uygulamaları 78
2.5.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi 79
2.5.1.1. Amerika Bileşik Devletleri'nde Piyasa Yapıcılığı Sistemi 80
2.5.1.2. Kanada'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 81
2.5.1.3. Almanya'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 81
2.5.1.4. Fransa'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 82
2.5.1.5. İngiltere'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi 83
2.5.2. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi 84
2.5.2.1. Hindistan'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 84
2.5.2.2. Brezilya'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 85
2.5.2.3. Meksika'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 86
2.5.2.4. Pakistan'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi 88
III. Bölüm 90
3. TÜRKİYE'DE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ 90
3.1. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi 90
3.2. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi Geçmişi 91
3.3. DİBS Piyasasının Yapısı 94
3.3.1. Devlet Tahvilleri 97
3.3.2. Hazine Bonosu 97
3.4. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi Uygulamaları 98
3.4.1. Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi 98
3.4.2. Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasa Yapıcılığı Sistemi 99
3.5. Türkiye'deki Piyasa Yapıcılığı Sözleşmeleri 102
3.5.1. 2003-2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 102
3.5.2. 2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 103
3.5.3. 2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 104
3.5.4. 2006-2007 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 107
3.5.5. 2007-2008 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 109
3.5.6. 2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 110
3.5.7. 2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 111

3.5.8. 2010-2011 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 112
3.5.9. 2011-2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi 115
SONUÇ.....116
KAYNAKÇA 116

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: 1993-2007 Yılları Arasındaki Dış Borç Stoku Durumu 30
Tablo 2: 2003-2007 Yılları Arasındaki Merkezi Yönetim Borç Stok Durumu 31
Tablo 3: 1998-2010 Yılları Arasında İç Borç Stokunun Dağılımı.....39
Tablo 4: İç Borç Stokunun Vade ve Faiz Yapısı 40
Tablo 5: Türkiye'nin Borç Yükü 62
Tablo 6: Türkiye'nin 2008-2019/6 Arasında Toplam İç Borç Stoku 63
Tablo 7: AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (%GSYH).....64
Tablo 8: Bazı Ülkelerin Piyasa Yapıcılığı Sistemindeki Genel Durumu.....79
Tablo 9: Devlet İç Borçlanma Senedi Sahiplerine Sağlanan Çıkarlar 94
Tablo 10: Dönemler İtibariyle Piyasa Yapıcısı Olan Bankalar.....101

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AFT	Fransa Hazine Kurumu
DİBS	Devlet iç Borçlanma Senetleri
DMO	İngiltere Borç Yönetim Ofisi
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
FED	ABD Merkez Bankası
FRBNY	New York Merkez Bankası
GEMMs	İngiliz Piyasa Yapıcıları
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülü
LSE	Londra Menkul Kıymetler Borsası
ROT	Rekabetçi Olmayan Teklif
SVT	Fransız Piyasa Yapıcı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

GİRİŞ

Kamu harcamalarının kamu gelirlerini karşılayamaması durumunda devletler, iç ve dış borçlanma yöntemlerine başvurmaktadırlar. Ülkemizde de borçlanma gelişim sürecine paralel olarak kamu harcamaları artmış, devletin gelirleri zaman zaman karşılayamadığı durumlarda da borçlanma yoluna gitmişlerdir. Türkiye'de kamunu borç stokunun sürekli artışı yaşanan borç krizler ile birlikte etkin bir kamu borç yönetimine ihtiyaç doğurmuştur.

Türkiye 2000 yılında, IMF ile yapılan standy-by anlaşmasında borçlanmanın finansmanı ile ilgili bölümde iç borçlanmanın finansman ayağı olarak faiz oranlarında ve enflasyonda düşüş gerçekleşmiş, DİBS'lere talep artmasıyla birlikte piyasa yapıcılığı sistemini uygulanmaya başlanılmıştır. Ancak sistemin uygulanmasına Kasım 2000'de ara verilmek zorunda kalınmıştır. Mayıs 2001'de ise sözleşme süresinin dolması ile sistem resmi olarak sona erdirilmiştir. Sistem daha sonra revize edilmiş yeni haliyle 2002 yılı Eylül ayında günümüze kadar gelişerek de Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi ile son halini almıştır. Sistemin ilk uygulandığı 2000-2001 yılı döneminde 19 olan piyasa yapıcı banka sayısı Ocak-Aralık 2019 için sayı 12'dir. Sistemin düzenlenmesi ve uygulanması Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen kriterler çerçevesinde piyasa yapıcılarını belirleyerek ve kamuoyuna duyurmaktadır.

Etkin bir borç yönetiminde düşük maliyet ve asgari risk önemelidir. Birincil piyasada etkin ve sürekli borçlanmanın sağlanması ile borçlanma maliyeti azalacak ikincil piyasadan likidite ve derinlik sağlamasıyla piyasa yapıcılığı sistemini daha etkin olacaktır. Piyasa yapıcılığı sistemi uygulanması ile kamu finansmanın iç piyasalardan gerçekleştirilmesi, DİBS birincil piyasasında sürekli talep yaratması ve ikincil piyasasında likiditenin ve derinliğin arttırılması ve en düşük riskle borçlanma maliyetinin azaltılması ile etkin bir borçlanma politikası hedeflenmektedir. Bu sistem ile Türkiye'de etkin bir tesis edilmeye çalışılmıştır. Böylece kamu borç yönetiminin etkinliğinin arttığını da ifade edebiliriz.

Çalışmanın amacı iç borçlanmada kamu borç yönetiminin etkinliğinin sağlanması çerçevesinde piyasa yapıcılığı sistemini ele almak, dünyadaki uygulamaları incelemek ve Türkiye'ye ilişkin değerlendirme yapmaktır.

Bu çerçevede ilk bölümde kamu borçlanması ve borç yönetimi yer almaktadır. Öncelikle borçlanmanın kavramı, tarihi, nedenleri, çeşitleri, yöntemleri, ele alınmıştır. Daha sonra borç yönetiminde ise tanımı, kriterleri, borçlanmanın yönetimi, etki ve sonuçları, Türkiye'nin borç yönetimi ve borçların sona ermesi ele alınmıştır. İkinci bölümde piyasa yapıcılığı sisteminin tanımı, amaçları ve yasal statüsü verilmekte, sistemin dünya üzerindeki uygulamaları ve son olarak da Hazine Müsteşarlığı'nın 2000 yılından itibaren sözleşme kapsamında yaptığı değişiklikleri ve yenilikleri yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise piyasa yapıcılığı sistemin Türkiye'deki etkisi, tarihi ve Türk piyasa yapıcılarının DİBS etkisi sunulmaktadır.

I. BÖLÜM

1. KAMU BORÇLANMASI VE BORÇ YÖNETİMİ

1.1. KAMU BORÇLANMASI

1.1.1. Borçlanma Kavramı ve Önemi

Borç, ödünç alınmış ve geri verilmek üzere alınan sonrasında yerine getirilmesi gereken yükümlülük olarak ifade edilirken; borçlanma ise para ve benzeri değerlerin belirli bir zaman sonrasında geri ödenmek üzere ödünç alınmasıdır. Kamu borçlanması ile ifade edilmek istenen de devletin belirlenen bir zamanda önceden belirlenen hakların sahiplerine faiz ve anapara geri ödemesi yapmasına ilişkin yasal yükümlülüğüdür (Ulusoy, 2009:1). Günümüzde de ister gelişmiş ister gelişmekte ister de az gelişmiş ülkeler olsun devlet borçlanmasının büyük bir önemi vardır. Ülkeler sosyo-ekonomik hedeflere ulaşabilmesi, uluslararası mali ve iktisadi ilişkilerdeki gelişme ve devletin fonksiyonlarındaki artış borçlanmayı her zaman başvurulabilir, bir finansman kaynağı olarak ön plana çıkarmıştır. Bu sebeple borçlanma, olağanüstü bir gelir kaynağı olma özelliğini kaybederek sıradan her zaman başvurulabilir görünüm kazanmıştır (Akdoğan, 2009:452).

Toplumun ortak ihtiyaçlarını karşılamak için devletlerin yaptığı tüm hizmetler "kamu hizmeti" olarak adlandırılmakta, bu hizmetleri karşılamak için kamu gelirlerine ihtiyaç vardır. Kamu gelirleri, vergi, vergi benzeri gelirler, para basma ve borçlanmadan oluşmaktadır (Karaçam, 2014). Bugün devletler hem toplumda en az tepki yaratacak hem de alınmasında kolaylık ve ekonomiklik bulunacak gelirleri tercih etmek için borçlanmaya eğilim artmaktadır (Bülbül, 2018: 415). Bu nedenle de vergi ile borçlanma arasında farklılıklar bulunmaktadır: vergi zorla alınırken borçlanma çoğunlukla zorunlu değil seçimlidir. Vergi gerçek bir gelir iken borçlanma gelecekteki gelirin peşin kullanılması olup görünüşte bir gelirdir. Vergilerin yükünü şimdiki nesiller öderken borçlanmanın yükünü gelecek nesiller ödemektedir. Vergiler olağan harcamaları finanse ederken, borçlanma olağanüstü kamu harcamalarını finanse etmek için kullanılır (Işık, Yıldız, Gürdal, Altun, Karaca, Aygen, Peran 2004: 391-396).

1.1.2. Borçlanma Konusunda Temel Yaklaşımlar

Devlet borçlanması ilk defa bilimsel olarak 1710 yılında Charles Davenamt, 1752 yılında ise David Hume tarafından ele alınmıştır (Akdoğan, 2009:460). Borçlanmaya dair tartışmalar Merkantilizmin hakim olduğu dönemde yapılmaya başlamış özellikle de savaş harcamalarının karşılanması için hükümdarların sıkça borçlanmaya gitmesi borçlanmanın tartışılmasına sebep olmuş verimli kamu harcamalarının borçlanma ile finanse edilmesi gerektiği ağırlık kazanmıştır (Yılmaz, 2013: 139).

Adam Smith, John S. Mill, David Ricardo, Thomas R. Malthus gibi iktisatçıların öncülüğünü yaptığı Klasik Yaklaşım, devletin en düşük düzeyde ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini savunurken devletin müdahale edebileceği belirli alanlarla olan adalet, savunma ve güvenlik gibi ana alanları sınırlamıştır (Ulusoy, 2009:1) Devlet borçlarının gelecek nesillere yansıması, borçlarının tüketim giderlerinde harcaması ve bunun da verimli olmadığını ifade etmeleri ayrıca borçlanmayı teşvik ederek kamu kaynaklarını israf etmesi nedeniyle borçlanmaya karşı çıkmışlardır (Işık vd., 2005: 116). Devlet hizmetlerin finansmanında vergi gelirlerini esas alınmasını borçlanmayı sadece olağanüstü durumlarda yapılması bunun da sınırlı düzeyde olması gerektiğini savunmuşlardır (Ulusoy, 2009:3).

Klasik görüşe göre devletin borçlanması sonucunda ekonomiden alınan paranın üretici alanlardan çekilip, verimli olmayan alanlara aktarıldığında yapılan kamu harcamalarının verimli olamayacağını ifade ederken borçlanmanın olağanüstü durumlarda yapılmasını ifade ederler. Ancak 1929-1930 Dünya Ekonomik Krizi'nde bütçe açığına dayalı harcama politikasının başlıca aracı borçlanma olmuş, gerek olağanüstü durumlarda gerekse de tam istihdamı sağlamak için kullanılan maliye politikası araçlarından birisi haline gelmiştir (Akdoğan, 2009:464). 1973 Dünya birinci petrol krizine kadar bu politikaların başarılı olduğu ve birçok batı ekonomisinde ciddi bir enflasyon yaratmadan önemli bir büyüme oranları sağlandığı görülmektedir (Kirmanoğlu, 2009:51).

Keynesyen görüşte ekonomik bunalım dönemlerinde toplam talebi arttırmada bütçe açıklarını finanse etmede en geçerli yöntemin kamu borçlanması olduğunu ifade ederek özellikle borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının çarpan etkisiyle de tüketim ve yatırımları arttıracağını, böylece talep sorununun giderileceğini savunmuşlardır (Ulusoy, 2009:6). Bu görüşte, durgunlukla mücadelede genişletici maliye politikasını önerirken bu doğrultuda oluşacak bütçe açığının da kişi ve firmalardan borçlanma ile finanse edilmesini önermişleridir. Ayrıca Keynesyen görüşte bütçe açıklarının kısa dönemli reel etkilerini dikkate aldığından uzun dönemli parasal etkilerinin kamu açıkları ve dolayısıyla kamunun borçlanmasını bir sorun olarak görmemişlerdir (Kirmanoğlu, 2009:52). Modern maliyecilere göre devlet, ekonomideki talep yetersizliğini gidermek için borçlanma yolu ile gelir yaratıp bu gelirleri kamu harcaması olarak kullanmalıdır. Bu nedenle devletin ekonomideki varlığı ve müdahalesi kaçınılmazdır (Kalenderoğlu, 2002:225).

Monetaristler ise bütçe açığının kişi ve firmalardan tahvil yoluyla borçlanma yoluyla giderilmesinin faiz oranlarını yükselteceğinin bunun sonucunda özel sektör yatırımlarının olumsuz etkileyerek dışlama etkisinin görüleceğini artan kamu harcamalarının çarpan etkisiyle ekonomide meydana gelen genişletici etkinin faiz oranlarındaki yükselişin özel sektör yatırımlarının olumsuz bir etki ile azalacağını ileri sürmüşlerdir.

Çağdaş Keynesyenler, bütçe açığının kişi ve firmalardan borçlanma yerine Merkez Bankasından borçlanma yöntemiyle yani para politikası kullanılarak finanse edilmesi durumunda faiz oranları düşeceği ve özel sektör yatırımlarının da olumlu etkileneceği, böylece kamu harcamalarındaki artışın yaratacağı çarpan etkisi ile özel sektör yatırımlarındaki artışın yaratacağı genişletici etkinin tam çarpan etkisi yaratarak ekonomide durgunlukla mücadelede olumlu sonuç doğurmaktadır. Gerek Keynesyen görüş gerek Monetarist görüş borçlanmanın tam olarak karşısında olmamış, borcun nereden alınacağı konusunda fikir ayrılığına düşmüşlerdir.

Arz yanlı iktisadi anlayışın vergi oranlarının indirilmesi yönündeki görüşlerin uygulanması ile ortaya çıkan bütçe açıkları kamu harcamaları finansmanın

sağlanmasında borçların giderek artan ölçüde kullanılması sonucunu doğurmuştur (Yılmaz, 2013:142).

1.1.3. Kamu Borçlanması Nedenleri

Her gelişme devlet harcamalarını ve dolayısıyla finansman ihtiyacını artıran bir neden olarak karşımıza çıkar. Bu konuda toplanan vergi gelirlerinin yetersiz oluşu borçlanma ihtiyacını zorunlu kılmaktadır. Vergi yetkinin sınırlı olması, bireysel ve toplumsal tepkiye açık olması, buna karşın borçlanmada ise yetki sorunun olmaması ve tepkinin açık olmaması devletleri kolaylıkla borçlanmaya itmektedir (Işık vd., 2005:186).

Ülkelerin içinde bulundukları koşullar devletlerin borçlanmalarında etkilidir. Devletlerin borçlanmaya başvurmasının temel nedenleri birkaç ana grupta sıralanabilir.

1.1.3.1. Mali Nedenler

Klasik iktisatçılar, devletin borçlanma aracını kullanmasına karşı çıkmasına rağmen günümüz devletlerin klasik işlevlerinin yanı sıra ekonomik ve sosyal işlevlere sahip olması sebebiyle bu görüşler kabul görmemektedir. Yapılan yatırımların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesinde birkaç sebepler olabilmektedir.

Kamunun gelir kaynakları içerisinde en önemli paya sahip olan vergi gelirleri belirli ve sınırlıdır. Devletin yapmış olduğu yatırım ve hizmetlerin önemli bir bölümü uzun dönemli ve büyük maliyetlidir. Bu durumda her yıl elde edilen vergi gelirlerinin büyük bir kısmını kullanmak yerine büyük yatırımlar ve hizmetler için borçlanma yoluna gidilmesi daha sağlıklı olacaktır. Yapılan yatırım ve hizmetlerin kar getirisi kısa dönemde yüksek olması ileride borcun geri ödemeleri açısından fayda sağlayacaktır. Yatırımların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesinde de devletin gelirleri ve giderleri arasında zaman yönünden ortaya çıkan dengesizliklerde etkendir. Öyle ki devletin gelirleri yıl içerisinde belirli zamanlarda elde edilmekte ve bazı aylarda gelirler fazla iken bazı aylarda ise gelirlerinde azalma yaşanmaktadır. Ancak giderler için aynı durum söz konusu değildir. Giderler yılın her ayında ve her

zaman yapılmaktadır (Erdem, 2018:10-12). Harcamalardaki artışlar karşısında kamu gelirlerinin yetersiz oluşu, artan nüfus, harcama ve gelirler konusunda denetim eksikliği, yaşanan olağanüstü durumlar, ekonomik büyüme kalkınmanın sağlanması için yapılan harcamalar gibi etkenler de bütçe açıklarına neden olarak finansman hususunda devletin borçlanmaya başvurulmasına neden olmaktadır (Bülbül, 2018:418).

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi gelişmiş ülkelerde de sanayileşme ile devlet borçlarının artışı arasında bir paralellik olmaktadır. Bir örnek ile açıklamak gerekirse, yeni kurulan sanayi tesislerinin çalıştırılması petrole bağlı ise, petrol üreten ülkelerde ortaya çıkan ekonomik kriz veya petrol fiyatının artması gibi nedenlerin oluşumunda bu kaynaktan yoksun kalması durumunda ülkelerin dış ödeme araçlarının yani dövizin daha fazla elde edilmesini zorunlu durumuna getirir. Eğer normal kaynaklardan elde edilmemesi durumunda dış borçlanmada artışa neden olmaktadır. 1973 yılında yaşanan petrol fiyatlarındaki artış borç sorunun ilk adımıdır.

1.1.3.2. Ekonomik Nedenler

Ekonomide zaman zaman meydana gelen konjonktürel dalgalanmaların olduğu dönemlerde devlet borçlanma politikasını mali araç olarak kullanabilmektedir. Toplam arzın toplam talepten büyük olduğu eksik istihdam durumlarında oluşan atıl üretim kapasitesi ve işsizlik söz konusu iken toplam harcamaları arttırılması için devlet harcamalarının arttırılması ile mümkündür. Ancak, kamu harcamalarının vergi veya borçlanma ile finansmanının etkileri farklı olmaktadır. Devletin harcama yapabilmek için gerekli olan kaynağa vergi aracılığıyla sağlanması durumunda mal ve hizmetler üzerine konulan bir verginin veya var olan verginin oranları arttırıldığında yetersiz olan talebin daha da arttıracak ve durum daha da kötüleşecektir. Aynı şekilde her tür borçlanma da istenen etkiyi yaratmayabilir. Kişilerin tüketim veya yatırım için harcayacakları fonlardan yapılan borçlanma toplam talebi yükseltmemekle birlikte, toplam talebin arttırılması için borçlanma ya tasarruf edilen fonlardan ya da nitelikleri gereği emisyona neden olan borçlanmadır. Sonuç olarak her iki durumda da esas olan

para arzının arttırılmasıdır. Depresyon döneminde devlet bankalara tahvil satarak kasalarında atıl durumda duran fonları harcama yoluyla ekonomiye kazandırabilir. Devlet böyle bir dönemde Merkez Bankası kaynaklarına başvurarak yani devletin istediği borç parayı emisyon yaparak verecek ve piyasaya devletin harcaması için daha çok para girişini sağlayarak bir tüketim gücü azalmadan harcama gücünü kazanmış olacaktır. Toplam talebin toplam arzdan büyük olduğu, ekonomide harcama fazlasının sebep olduğu fiyat yükselişlerinin görüldüğü ve genellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen bu durumda devlet, tam istihdamı sağlamak amacındadır. Bu ülkelerde özel tasarruflar az olmakla birlikte enflasyonist baskılar sebebiyle oluşan tasarruflar da ya verimsiz ya da spekülatif alanlara gitmektedir. Yatırım alanlar genellikle altın, döviz, gayrimenkuller ve dayanıklı tüketim malları tercih edilmektedir. Ayrıca bu ülkelerde para ve kredi sistemleri istenilen düzeyde olmadığı gibi yüksek olan talebin kısılması için vergiler ön plana çıkmaktadır. Ekonomi toplam arzın toplam talebe eşit olduğu tam istihdam durumunda ise yapılaması gereken bu durumu korumakla birlikte bir finansman aracı olarak vergi veya borçlanmayı da denge bozmadan kullanabilmektir (Erdem: 2018:10-12).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeterli tasarruf düzeyine sahip olamamaları durumunda ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanması için devletler, yüksek maliyetli yatırımları gerçekleştirmek için borçlanmaya başvururlar. Kamu maliyesinin amaçlarından olan fiyat istikrarının temini, konjonktürel dalgalanmaların önüne geçilmesi, ekonomik istikrarın sağlanması için devlet borçlanmaktadır (Bülbül, 2018:418).

1.1.3.3. Diğer Nedenler

Devletlerin yerine getirmek zorunda olduğu görevleri zamanla artmış, beraberinde harcama alanlarında artmıştır. Devletin en büyük gelirinin başında vergiler gelmektedir. Ancak vergi kapasitesini istenildiği anda harekete geçirmek zor ve güç olabilmektedir. Bu durumu çeşitli siyasi ve teknik etkenler etkilemektedir. Seçim zamanı yaklaştığında siyasi iktidarlar tercihlerini yeni vergi koymak ya da var olan

vergilerin oranlarını arttırmak yerine borçlanmayı tercih edebilirler. Vergi yönetimi ülkede gerçekleştirilen vergi kaçakçılığı ve vergi kayıplarını yeterli olarak önleyemiyorsa tahsil edilen vergi gelirleri ile yapılacak harcamalar karşılanamaz bu durumda da borçlanma tercih edilmektedir (Erdem, 2018:14-15).

Devletlerin zaman zaman karşılaştıkları olağanüstü durumlar olan deprem, sel, yangın vb. doğal afetlerin yarattığı hasarların giderilebilmesinde bir finansman aracı olması, savurgan harcamaların finansmanı ve borcun borçla kapatılması ihtiyacı borçlanmanın diğer nedenleri arasında gösterilebilir (Bülbül, 2018:419).

Günümüzde devletlerin yaptığı bütçeler içerisinde en büyük miktara her daim sahip olan harcama kalemlerin başında kuşkusuz savunma harcamaları gelmektedir. İleride ortaya çıkabilecek bir savaşa karşı yapılan hazırlıklar veya savaşın sonrasında yarattığı tahribat ve toparlanma sürecinde normal yaşama dönebilmek amacıyla yapılan masraflar devletlerin harcama tablolarında olağanüstü yükselişlere neden olmaktadır. Savunma alanında ortaya çıkan teknolojik gelişmeleri takip etmek için de devletlerin bu alanlara büyük yatırım yapmak zorundadır.

Gelişmekte olan ülkelerde daha çok karşılaşılan önemli bir sorun da dış ödemeler bilançosunda ortaya çıkan kronik açıklardır. Bu açıkları kapatmak ve ekonomik kalkınmayı arttırmak için artan kaynak ithal etme zorunluluğu dış borcun artmasına neden olmaktadır.

Devlet borçlanmasında alınan borcun zamanında geri ödenememesine bağlı olarak daha önce alınan borçların yeni bir borçlanma yapılması durumunda da büyük ölçüde devlet borçlarının artmasına sebep olacaktır (Erdem, 2018:14-15).

1.1.4. Kamu Borçlarının Sınıflandırılması

Kamu borçları genel olarak; borçların süreleri bakımından sınıflandırılması, gönüllü olup olmadıklarına göre borçların sınıflandırılması ve sağladıkları kaynaklar açısından borçların sınıflandırılması şeklinde açıklanabilir.

1.1.4.1. Borçların Süreleri Bakımından Sınıflandırılması

Devlet, bütçe gelir ve giderlerini zaman açısından denkleştirmek, kısa vadede bütçe açıklarını kapatmak ve piyasadaki istikrarsızlığın kısa vadeli giderilmek amacıyla borçlanmaya başvurur. Ayrıca iktisadi ve mali koşulların kısa vadeli borçlanmaya daha uygun olması ve uzun vadeli borçlanmaya hazırlık için de kısa vadeli borçlanmaya gidilmektedir. Bu nedenle vadesi bir yıla kadar olan borçlanmalar kısa vadelidir ve dalgalı borçlar da denir. Kısa vadeli borçlanmada faiz oranları düşüktür ve para piyasalarından sağlanır. Merkez Bankası ve ticari bankalardan yapılır. Kısa vadeli borçlanma aracı hazine bonosu, bütçe ve adi emanetler ve hazine kefaletine haiz bonolardır. Vadesi 1 ile 5 yıl arasında olan borçlar orta vadeli borçlardır. Vadesi 5 yıl ve üzeri olan borçlarda uzun vadeli borçlardır. Uzun vadeli borçlar, itfaya tabi borçlar ve sürekli (devamlı) borçlar olarak ikiye ayrılmaktadır: devletin yaptığı borçlanmalarının süresinin belli olmasında ve bu borçların ne zaman ödeneceğini belirten bir şerhin olması itfaya bağlı borç iken; devletin uzun vadeli bir borcun ne zaman ödeyeceği belli olmadığı durumlarda ise sürekli (devamlı) borçtur. Uzun vadeli borçlar, sermaye piyasasından sağlanır ve faiz oranları kısa vadeli borçlara oranla daha yüksektir. Uzun vadeli borçlar daha çok piyasada uzun süreli yatırım fırsatları bekleyen tasarruflardan oluşmaktadır (Kalenderoğlu, 2002:230).

1.1.4.1.1. Kısa Vadeli Borçlar (Dalgalı Borçlar)

Devlet, herhangi bir parasal ihtiyacında kısa bir süre sonra normal yollardan gelir elde edecekse bu gelir elde edene kadar kısa vadeli borçlanma yapabilmektedir. Alınan borç miktarının sık sık azalıp çoğalması nedeniyle de dalgalı borçlar da denilmektedir.

Klasik iktisatçılar ve maliyeciler zorunlu durumlar dışında devletin borçlanmasına karşı çıkmışlardırlar. Onlara göre, gerek ekonomik istikrarı bozmamak gerek devletin itibarını korumak için yapılacak olan borçlanma sermaye piyasalarından yapılmalı ve kısa vadeli borçlanmaya mümkün olduğunca başvurulmamalıdır. Kısa vadeli borçlanma ticaret bankaları, sigorta şirketleri, kredi

kurumları ve merkez bankalarından yapıldığı için kaydi para veya banka parası yaratması sonucunda toplam para arzını arttırıcı bir etki gösterecektir. Sermaye piyasalarındaki borçlanma, devletin uzun vadeli ve ödeme kolaylığı olan bir alandan borçlanmasını ifade eder. Klasikler, borçlanmayı daha çok geçici ve olağanüstü finansman yöntemi olması olarak görmesi sebebiyle sermaye arzı- sermaye talebi dengesinde önemli bir bozulma söz konusu olmayacağını ifade ederler. Klasikler ayrıca kısa vadeli borçlanmanın finansman yönünden de bir tehlike yarattığını, kısa vadeli borçlanmaya izin verilmesi durumunda borçlanma ertelenmiş bir vergileme sayıldığından, sonuçta vergilerin arttırılması veya mevcut vergi oranlarının artmasına neden olmaktadır.

Ancak günümüzde klasik iktisatçı ve maliyecilerin görüşlerinin geçerliliği önemli ölçüde yeterliliğini kaybetmiştir. Devleler, hem uzun vadeli borçlanmaya hem de kısa vadeli borçlanmaya başvurabilmektedir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kısa vadeli borç veren uluslararası kuruluşların ortaya çıkması kısa vadeli dış borçların öneminin artmasın neden olmuş IMF ve Dünya Bankası ile bağlı uluslararası dış yardım kuruluşları savaştan sonra kalkınmak ve savaşın etkilerini gidermek isteyen ülkelere kısa vadeli borç vermeye başlamışlardır.

Kısa vadeli borçlanmanın kaynağı para piyasalardır. Bankalar, sosyal güvenlik kuruluşları, özel sigorta şirketleri, büyük ve sanayi kuruluşları kısa süreliğine ellerinde bulunan atıl durumda olan fonların bir gelir yaratması açısından devletin kısa vadeli borç senetlerine yatırmak isterler. Özellikle bankaların, durgunluk dönemlerinde kredi talebi düşük olduğu için kısa vadeli borç senetlerine olan ilgisi oldukça fazladır. Ayrıca devlet hem tasarruf sahiplerini korumak hem de bu kurumların likiditesini sağlamlaştırmak için kanun zoruyla sözü edilen kurumlara tahvil satar. Ancak bazı durumlarda para piyasasının devlete borç verilebilir kaynakları yetersiz kalabilir ya da ekonomik koşullar gereği devlet bu kurumlardan borçlanmak istemeyebilir. Böyle bir durumda Merkez Bankası devletin kısa vadeli kredi ihtiyacını karşılayan önemli bir kaynaktır. Ancak Merkez Bankası devletin istediği borç parayı emisyon karşılığında yani para basarak vermektedir. Merkez Bankası'nın bu şekilde devlete borç vermesi özellikle ekonominin genişleme döneminde var olan enflasyonist baskıların daha da

şiddetlenmesine yol açar. Bu sebeple Merkez Bankası kredilerinin devlet tarafından dikkatli bir şekilde kullanması gerekmektedir (Erdem, 2018:17-19).

Sonuç olarak kısa vadeli borçlar, vadelerinin sonunda anapara ve faizleriyle birlikte geri ödenmekte birlikte bütçe açıklarının dalgalı borçlarla kapatılması durumunda enflasyonist baskının kaynağını arttırabilmektedir (Akman, 2011:182).

1.1.4.1.1.1. Kısa Vadeli Borçlara Başvurma Nedenleri

Devletin kısa vadeli borçlara başvurma nedenlerini birkaç grupta sıralanabilir:

1.1.4.1.1.1.1. Bütçedeki Gelir ve Giderler Arasındaki Dengesizliğin Giderilmesi

Devletin gelirlerin toplanması ve harcamalarının yapılması için gerekli yetki ve izin veren kanun olan bütçe bir yıl süresince uygulanmasında sınırlama (tahdit) ilkesi geçerli olup gelirler bir yıl içerisinde belirli zamanlarda tahsil edilirken harcamaların yapılmasında böyle bir zaman sınırı yoktur. Devlet yılın herhangi bir zamanda harcamalarını yapabilir. Bazı dönemlerde harcamalar ile gelirler arasında olumsuz fark artabilir. Bu durumda gelir yetersizliği durumu ortaya çıkmaktadır. Devlet bu yetersizliği ortadan kaldırmak için normal gelir elde edilinceye kadar kısa vadeli borçlanma yoluna gidebilmektedir. Ancak bu şekilde alınan borçların en geç yılın son gününde geri ödenmesi gerekir ki devlet ileriki yıllara devreden bir borç yığını ile karşı karşıya kalmamalıdır.

1.1.4.1.1.1.2. Faiz Maliyetinin Daha Düşük Olması

Borç yükü, borç alınan anapara ile karşılığında ödenen faiz miktarının toplamından oluşmaktadır. Uzun vadeli borçlara göre kısa vadeli borçların faizleri daha düşük olması nedeniyle borcun devlete olan maliyeti daha düşüktür.

1.1.4.1.1.1.3. Uzun vadeli Bir Borçlanmaya Zemin Hazırlanması

Bazen amaç uzun vadeli borçlanma olduğu halde ekonomik konjonktür buna elverişi olmayabilir. Böyle bir konjonktürde önce kısa vadeli borçlanmaya gidilmeli, uygun bir ortam oluştuğunda ise kısa vadeli borçlar uzun vadeye dönüştürülmelidir. Burada konsolidasyon söz konusudur ve bu yöntem olağanüstü durumlarda uygulanmaktadır.

1.1.4.1.1.1.4. Durgunlukta Bir Maliye Politika Aracı Olarak Kullanılması

Genel olarak devletler, yatırım yapmak, ithalatın finansmanını sağlamak ve gelirlerdeki geçici dalgalanmalardan kaynaklanan tüketim durgunluğunu gidermek amacıyla borçlanma yoluna gitmektedirler. Ekonomik durgunluk dönemlerinde harcama azlığından kaynaklanan bir talep yetersizliği oluşmakta bu talep yetersizliğini kısa dönemde giderilmesi için devlet kısa vadeli borçlanmayı bir maliye politikası olarak kullanabilmektedir. Böyle bir ekonomik ortamda bankaların ellerinde kredi verilebilir likit fonların çok bulunması ile hazine kanalından harcanmasını sağlarlar. Ayrıca devlet Merkez Bankası kaynaklarına da başvurarak elde ettiği fonlar ile daha çok emek yoğun teknolojilerin kullandığı alanlarda harcayarak yeni bir satın alma gücünü yaratılmasını sağlarken var olan işsizliğin önlenmesine yardımcı olmaktadır.

1.1.4.1.1.1.5. Çeşitli Olağanüstü Giderlerin Finansmanın Sağlanması

Bütçe harcamalarında öngörülmeyen ve ortaya çıkacağı düşünülmeyen sel, yangın, deprem, ve savaş gibi bazı olağanüstü durumlar sonucunda büyük miktarlı harcamalar yapılması gerekmektedir. Bu harcamaların büyük miktarlı olması ve acil olarak finansmanın sağlanması noktasında elde edilmesi gereken paranın sermaye piyasasından sağlanması güç olmasından dolayı devlet ihtiyacı olan parayı para

piyasasından ya da Merkez Bankası'ndan elde etme yoluna gitmektedir (Erdem, 2018:20-22).

1.1.4.1.1.1.6. Koşulların Kısa Vadeli Borca Daha Uygun Olması

Deflasyonist eğilimler sırasında ekonomide ödünç verilebilecek fonlar fazla olduğu için, devletin kısa süreli borçlanması daha kolaydır. Ayrıca bu borçların faizleri de düşük olması ile tasarruf sahipleri fonlarını para olarak tutmak yerine devlete borç vererek piyasaya aktararak ekonomide canlanma sağlayabilirler.

1.1.4.1.1.1.7. Sermaye Piyasasının Yeterince Gelişmemiş Olması

Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği özellikle gelişmekte olan ülkelerde, devletler kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler (Bülbül, 2018:428).

1.1.4.1.2. Türkiye'de Kısa Vadeli Borç Türleri

Türkiye'de kısa vadeli borç türleri iç kaynaklardan ve dış kaynaklardan alınanlar olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır:

1.1.4.1.2.1. İç Kaynaklardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar

4749 sayılı kanun ile borçlanma yetkisi Hazine Müsteşarlığı'na verilmiş olup Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü bu yetki ile iç ve dış kaynaklardan borçlanmayı gerçekleştirmektedir. Özellikle bütçede gelir ve giderler arasında ortaya çıkan dengesizlikler, bir yıldan kısa süreli ise "bono" ile bir yıldan uzun süreli borçlanma ise "tahvil" ile giderilmeye çalışılmaktadır.

1.1.4.1.2.1.1. Hazine Bonoları

Maliye Bakanlığı'nın bütçe kanunu ile her yıl aldığı yetkiye dayanarak ve her yıl belirlenen tavanı aşmamak üzere çıkarılan ve bankalara iskonto ettirdiği kısa vadeli borç senetleri hazine bonolarıdır (Akman, 2011:183). Türkiye'de hazine bonolarını ihraç etme yetkisi bütçe kanunları ve 4749 sayılı kanun ile Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir. Her yıl bütçe kanunlarına hazine bonoları ile ilgili düzenlenen emredici hükümler konmasındaki esas hazine bonolarının satışından elde edilen finansmanın bütçe yılı içerisinde ortaya çıkabilecek gider gelir uyumsuzluğunun ortadan kaldırılmasıdır (Erdem: 2018:20-22). Türkiye açısından hazine bonosu uygulaması, bu isimle 1961 yılında başlamış olsa da aslında hazine bonosu şeklindeki kısa süreli borçlanma senetleri 1933 yılından itibaren çıkarılmaktadır (Bülbül, 2018:429).

Alınan borçların en geç mali yılın sonunda geri ödenmesi de hedeflenmektedir. Hazine bonolarının vadeleri genellikle 3, 6, 9 ay ve en fazla 1 yıl olup bu vadelerin dışında ihraç edilenlere " kırık vadeli hazine bonosu" denir. Böylece daha çok bankalar, mali kurumlar, sosyal güvenlik kurumları ve büyük şirketler tarafından tercih edilen bir yatırım aracıdırlar. Türkiye'de 30 Mayıs 1985 tarihinden itibaren ihaleli tahvil satışlarına başlanmıştır. İlk olarak satışlar bankalara, borsa bankerlerine ve tüzel kişilere yapılmış. 1986 yılından itibaren özel şahıslara daha sonra 1992 yılından itibaren de doğrudan halka satış yapılmaya başlanmıştır.

Hazine bonolarının getirisi iskonto esasına göre ihale anında belirlenmektedir. Hazine bonolarının net getirisini hesaplayabilmek için alış fiyatı, vadeye kalan gün sayısı ve vade sonu değeri bilinmesi gerekir. Genel olarak bir hazine bonosunun vade sonu değeri 100 liradır. Hazine bonosunun alış fiyatı ile vade sonu değeri arasındaki fark, net getirisini oluşturur.

Örneğin; 10.000 TL' lık tasarrufu bulunan bir kişinin yıllık basit faizi %35 olan ve vadesine 90 gün kalan Hazine bonosu aldığında elde edeceği net getirisi şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Alış Fiyatı} = \frac{\text{Vade Sonu Değeri}}{1+\frac{\text{Faiz x Gün}}{36500}} = \frac{100}{1+\frac{35x90}{36500}} = 92{,}505 \text{ TL}$$

Bir adet hazine bonosunun fiyatı 92,055 TL'dır.

10.000 TL'lik tasarruf ile,

(10.000/92,505) x 100=10.860 adet hazine bonosu satın alınabilir.

Bu alım için ödenecek tutar ise

10.860 x 92.055 /100 = 9.997,17 TL'dir.

Vade sonunda tasarruf sahibinin hesabına 10.860 lira geçeceğinden dolayı elde edeceği net getiri,

10.860 - 9.997,17 = 862,83 TL 'sı olacaktır.

Hazine bonolarında devlet ihalelerinde teminat olarak kabul edilmesi ve ikincil piyasasının likit olması gibi nedenlerden dolayı küçük tasarruf sahiplerinin tercih ettiği bir yatırım aracıdır (Erdem: 2018:27,28). Hazine bonolarında devletin borcu olarak kabul edilmesiyle kredi riskinin olmaması, yatırımcıların elinde tuttukları hazine bonolarının çok hızlı ve düşük bir işlem maliyeti ile nakite çevrilmesiyle likiditesinin yüksek olması, vergi statüsü gibi özelliklerine sahiptir (Işık vd., 2005: 70).

Ancak Türkiye'de kısa vadeli borçların enflasyonist etki yaratmasının nedenleri sıralamak gerekirse;

-Bankalar tarafından satın alınan Hazine Bonoları bankaların parasal aktifi oluşturarak hem interbank piyasasında hem de Merkez Bankası'nda röfinansman aracı olarak kullanılması emisyona yol açmaktadır. Böylece bankaların likidite hacmini genişletmekte birlikte kredi verme olanaklarını arttırmaktadır.

- Likiditelerinin yüksekliği nedeniyle kolayca paraya çevrilebilen Hazine Bonoları aynı zamanda para piyasalarındaki işlemlerin gerçekleştirilmesinde güvenceli olmasından dolayı yaygın şekilde kullanılır. Böylece bankaların kredi verme olanaklarını çoğaltmaktadır.

-Hazine Bonoları ile devlete borç verilen fonların kamu harcamaları yoluyla ekonomiye katkı sağlamasıyla hem devletin bankalardaki mevduatlarını hem de çoğaltan mekanizması ile yaratılan gelir akımı sonucu özel kesimin mevduatları artarak bankaların kredi verme olanakları büyümektedir.

-Halkın tasarruf oranının düşüklüğü, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması, var olan tasarrufların da yatırımcılara yeterince aktarılamaması, kamu finansman açığının yüksek olmasından dolayı kamunun büyük ölçüde fon talep etmesi ve enflasyon oranının yüksekliği nedeniyle de kamu kesimi yüksek nominal faizler ile bankalardan borçlanmak zorunda kalmaktadır. Böylece yüksek faiz geliri elde eden bankalar bu gelirin düşük oranlı vergilendirilmesi veya hiç vergilendirilmemesi nedeniyle kredi olarak katkı sağlayacakları fonlara sahip olmaktadırlar (Uluatam, 2005:419-444)

1.1.4.1.2.1.2. Hazine Kefaletini Haiz Bonolar

Merkezi yönetim dışında yer alan bazı kamu kurum ve kuruluşların hammadde ve ürün alımları ile ilgili mevsimlik ihtiyaçları için gereken fonları sağlayabilmek amacı ile kendi kuruluş kanunları ile borçlanmışlardır (Akman, 2011:14). Ancak borçlanmanın gerçekleşmesi hazinenin kefaletine bağlıydı. Bu durum bütçe kanunları ile hüküm altına alınmıştır. Kamu kurum ve kuruluşları içerisinde hazine kefaletini haiz bonoları, İktisadi Devlet Teşekkülleri ve İktisadi alanda faaliyet gösteren katma bütçeli kuruluşlar ihraç edebilmekteydiler.

Hazine kefaleti ile ihraç edilen bonolar Merkez Bankası tarafından iskonto edilebilmekte ve karşılığında avans verilebilmekteydi. Bu olanak 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 51. Maddesi ile tanınmış daha sonra 2001 yılında 4651 sayılı kanunun 16.Maddesi ile kaldırılmıştır.

Hazine kefaletini haiz bonoları, daha çok Toprak Mahsulleri Ofisi ve Türkiye Şeker Fabrikaları kullanmıştır (Erdem: 2018:27-29).

Toprak Mahsulleri Ofisinin destekleme alım fiyatlarının genelde dünya fiyatlarından yüksek olması, destekleme kapsamına alınan tarım ürünlerinin sayısının artması, hububat ve bakliyatı satabileceğinden fazla ve peşin para ile satın alması, hububat ve bakliyat ihracatında alım fiyatlarından daha düşük fiyatlarla satış yapması, ithal edilen hububat ve bakliyatı alım fiyatından daha düşük fiyatla satması bu kurumu ağır bir finansman yüküyle karşı karşıya bırakmıştır.Bu nedenle Toprak Mahsulleri Ofisinin hububat alımlarının finansmanını sağlamak amacıyla Hazine kefaletini haiz bonoları kullanarak doğrudan Merkez Bankası'ndan ve Ziraat Bankası aracılığıyla elde ettiği tarımsal destekleme kredisi 1991 yılından 1990 yılına kıyasla % 275 oranında artarak 5,1 Trilyon liraya, 1992 yılı sonunda ise % 117.3 oranında artarak 11.1 Trilyon liraya ulaşmıştır. Merkez Bankası'nın 1990 yılında açtığı toplam iç kredilerin % 18'ini kullanan Toprak Mahsulleri Ofisinin bu payı 1991 yılında % 23, 1992 yılında ise % 21 olmuştur. Türkiye Şeker Fabrikalarına Ziraat Bankası ve Şekerbank aracılığıyla verilen ve şeker üretim faaliyetleri ile şeker pancarı alımlarının finansmanını sağlamak amacıyla kullandırılan sınai reeskont kredisinin Merkez Bankası'nın toplam kredileri içindeki payı 1990 yılında % 4.1 iken bu oran 1991 yılında % 1.4'e, 1992 yılında ise % 0.3'e gerilemiştir. Türkiye Şeker Fabrikalarına 1990 yılından sonra Merkez Bankası tarafından yeni kredi açılmamıştır (TCMB, 1993:29-30).

1.1.4.1.2.1.3. Müteahhit (Yüklenici) Bonoları

Günümüzde uygulaması kalmayan bu bonolar bazı dönemlerde çıkarılan kanunlarla çeşitli bayındırlık işlerini yapan müteahhitlere para yerine bonolar verilmiştir. Çok fazla başvurulan bir borçlanma uygulaması olamayan bonoların Ekim 1990'dan itibaren kamuya iş yapan bazı müteahhitlerin birikmiş alacakları için Hazine Bonosu veya Döviz Endeksli Gelir Ortaklığı senedi verilmeye başlanmıştır.

Müteahhit Bonoların vadeleri Hazine Bonoları ve Hazine Kefaletini Haiz Bonolara kıyasla daha uzundur. Bir kısmının vadelerinin 10 yıla kadar çıktığı görülmüştür. Ancak Merkez Bankası bu bonoları vadeleri sona ermeden iskonto etmiş

veya karşılığında avans vermiştir. Sonuç olarak emisyon miktarını arttıran bir uygulama olmuştur.

1.1.4.1.2.1.4. Avanslar

Türkiye Cumhuriyeti'nin kısa vadeli avans alma gereksinimi geçerli bir bütçe uygulama ihtiyacı iken bütçe kanunlarında Hazine'nin Merkez Bankası'ndan alabileceği borçları bütçenin toplam miktarının bir yüzdesi olarak bir tavanla sınırlıyordu. Bu sınır önceleri %10 iken daha sonra 1960'larda %15'e çıkarıldı (Bulutoğlu, 2004:270). Merkez Bankası tarafından Hazine'ye verilen avanslar, kısa vadeli iç borçlar içerisinde önemli bir yer tutmuştur. Merkez Bankası, 1970 tarihli ve 1211 sayılı kanunun 50.maddesi uyarınca her yıl Hazine'ye bütçe ödenekleri ile ilişkilendirilmek suretiyle kısa vadeli avans hesabı açmıştır. Söz konusu madde hükmüne göre Merkez Bankası her yıl hazineye cari yıl bütçe ödenekleri tutarının %15'i oranında kısa vadeli avans vermekteydi. 1994 yılında bu madde hükmünde yapılan bir değişiklik ile açılacak avans miktarının 1995 yılından itibaren cari yıl bütçe ödenekleri toplamı ile bir önceki bütçe ödenekleri toplamı arasındaki farkın %12'si kadar olacağı kabul edilmiştir. Daha sonra bu oranın 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 ve izleyen yıllar için %3 olması öngörülmüş ancak 1999 yılından itibaren bu oranın %0'a düşürülmesine karar verilmiştir. Merkez Bankası tarafından Hazine'ye kısa vadeli avans biçiminde her yıl verilen bu paraların basılarak verilmesi ve zaman zaman ülkemizde yaşanan enflasyonun artmasına neden olmuştur. Daha sonra 25.04.2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun'un 16. Maddesi ile Merkez Bankası Kanunu'nun 50. Maddesi yürürlükten kaldırılmıştır. Özellikle olağanüstü dönemlerde Hazine, Merkez Bankası'ndan altın karşılığında avans aldığı görülmüştür. Uygulamada Hazine elindeki altını Merkez Bankası'na rehinli olarak vermekte bunun karşılığında avans adı altında borç almaktadır. Günümüzde bu uygulama kullanılmamakla birlikte yasak değildir.

1.1.4.1.2.1.5. Bütçe Emanetleri ve Adi Emanetler

Bazen devlet tarafından yaptırılan bir işin veya alınan bir mal ya da hizmetin bedeli çeşitli nedenlerle ilgili bütçe yılının sonuna kadar ödenememekte, dolayısıyla bütçe yılı sonu itibariyle gider olarak kaydedilerek emanet hesabına alınmaktadır (Erdem, 2018:33-34). Bu hesap, gider olarak yapılmış ancak ödeme süresi gelmemiş borçları emanet hesabına alınarak ödeme süresi gelinceye kadar devlet tarafından kullanılması ile ortaya çıkan ve kısa vadeli borç türüdür (Işık vd., 2004: 199).

Adi emanetler ise herhangi bir işin gerçekleştirilmesi amacıyla gerçek ve tüzel kişiler tarafından geçici olarak hazineye yatırılan paralarla ilgili bir hesaptır. Adi emanetler hesabını bütçe emanetleri hesabından ayıran özellik bu hesabın bütçe ile ilgili olmamasıdır. Örneğin, ihale teminatları, adli teminatlar, vergi teminatları vb. ödentiler bu nitelikteki hesaplardır (Erdem, 2018:35-37). Ayrıca gümrük teminatları, hacizli malların satışı sonrası artan paralar, çeşitli fonlara ait kesintiler ve niteliği bilinmeyen paralar da örnek verilebilir (Pehlivan, 2001:237).

Kısa vadeli devlet borçları içerisinde ayrı bir yeri bulunmasında gerek bütçe emanetleri gerek adi emanetler bir devlet borcu şeklinde düşünülmesine karşılık, devletin bu borç karşısında herhangi bir faiz ödemesi bulunmamasıdır.

Bütçe dengesi harcamalar arasında görünen bu tür tutarlar, nakit dengesinin tersi olarak fon yaratan kaynaklardır. Emanet hesaplarının çok yüksek görünümü olduğu sürece nakit dengesi ile bütçe dengesi arasında gelir yönünden nakit dengesi lehine bir fark ortaya çıkmakta ancak oluşan bu fark geçicidir. Emanete alınan bu paraların ödenmesiyle bir borç ödeme etkisi meydana getirerek bu fark ortadan kalkacaktır.

1.1.4.1.2.2. Dış Kaynaklardan Alınan Kısa Vadeli Borçlar

Daha çok İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ülkelerin savaşın yıkıcı etkisinden kurtulmak istemeleri ve sonrasında kalkınma çabaları içerisine girmeleri, diğer taraftan dış yardım ve kredi alanlarında kısa vadeli borç veren bazı kuruluşların aktif

olarak faaliyette olması bu kredi türünün kullanımı tercih sebebi olmuştur. Türkiye' de aynı dönemlerde kalkınma girişimlerini hızlandırmış ve özellikle ithalatın finansmanını karşılamak üzere kısa vadeli dış borçlara başvurmak zorunda kalmıştır. Yurt dışı kaynaklarından alınan kısa vadeli borçlar yurt içi kaynaklardan alınanlara göre daha düşük bir paya sahiptir.

1.1.4.1.2.3. Uzun Vadeli Borçlar (Konsolide Borçlar)

Uzun vadeli borçlar genellikle sermaye piyasası kaynaklarından alınan ve uzun dönemlerde yapılacak yatırımlar için ayrılan tasarruflardan oluşur. Fakat özellikle devletin olağanüstü dönemlerde uzun vadeli borç senetlerini para piyasasına da sürdüğü görülmüştür.

1.1.4.1.2.3.1. Süresiz Borçlar (Devamlı Borçlar)

Devlet borçlanma koşulları içinde herhangi bir şekilde vade belirtmeden, ihraç ettiği borç senetleri alan kişilerin veya kurumların da sadece belirlenen faiz oranı üzerinden faiz geliri elde etmesidir. Borç olarak verilen anaparanın geri ödenme şeklini ve zamanını devlet tek taraflı olarak belirlemekte ayrıca borçlanma koşulları içinde belirlenen sadece faizi ödemek durumunda olup anaparayı ödeme zamanını seçmekte serbesttir. Böylece devlet herhangi bir şekilde ödeme taahhüdüne girmeyerek anaparayı ödeme durumunu uzun dönemde ertelemiştir.

Hiçbir ülke koşulları ne kadar cazip de olsa diğer bir ülkeye vadesi belirsiz bir şekilde kredi açmayacağından süresiz borçlanma sadece iç borçlanmalarda uygulanabilirliğe sahiptir.

Bu borçlanma devlet açısından yararlı bir finansman biçimi olmakla birlikte uygulama Türkiye'de hiç uygulanmamıştır. Olağanüstü dönemlerde Fransa ve bazı Avrupa ülkelerinde görülmüş, ABD'lerinde bir kez uygulanmıştır.

Devletin bu tür borçlanmada başarıyı yakalamasındaki etken borca uyguladığı yüksek faizdir. Şöyle ki parayı veren ve ne zaman alacağını bilmeyen kişilerin bu şekilde devlete borç vermesinde devlete olan güvenin tam olması ve borç verenlere sağlayacağı yüksek oranlı getirinin katkısı büyüktür.

Devlet tarafından bu borçlanma uygulamada iki tür şekilde yapılabilir: Birincisinde borç veren kişilerin de kabul etmesiyle herhangi bir ödeme zorunluluğu olmadan borcun devamı süresinde piyasa cari faiz haddinde düşme olması durumunda devletin faiz yükünden doğan borç yükü artmış olur. Bu yükten kurtulmak isteyen devlet de borcunu itfa edebilir. İkincisinde devlet belirli bir süre borcunu itfa etmeyeceğini ancak bu süreden sonra itfa edeceğini taahhüt eder ve belirlenen bu süreden önce piyasa cari faiz haddi borca uygulanan faiz haddinin altına düşerse tahviller piyasada değer kazanır. Devletin ise faiz yükünden doğan borç yükü daha da artmış olur.

1.1.4.1.2.3.2. Süreli Borçlar (İtfa Süresi Belli Borçlar)

Borç veren ile borç alan arasında yapılan sözleşme sırasında geri ödenme biçimi ve zamanı belirlenmiş olan normal borçlanma biçimidir. İtfa planı adı verilen bu plan da alınan borçların geri ödenmesi belirli bir plan dahilindedir. Geri ödeme bazen bir defada yani borcun vadesi geldiğinde anaparanın tamamı bir kerede ödenerek yapılabilir. Ancak çoğu zaman bu şekilde ödeme yapılmayabilir. Borcun vadesi geldiğinde devlet hazinesinde yeterli miktarda para olmayabilir ya da bütçeye borçların geri ödemesi için ayrılan ödenekler yeterli olmayabilir. Eğer enflasyonist baskıların olduğu bir ekonomi de borçların geri ödenmesi bu durumu daha da arttıracaktır. Bu sebeple borçların geri ödenmesi kademeli olarak yapılmalıdır.

Devletin ihraç etmiş olduğu borç senetlerinin üzerinde bir vade belirlenmesine karşılık ekonomik koşullara bağlı olarak borcun vadesini beklemeden erken ödeme de yapabilir. Örneğin, piyasa cari faiz haddi devletin tahvillerine uyguladığı faiz oranının altına düştüğünde devlet oransal olarak daha ağır bir borç yüküne karşı karşıya kalırsa diğer koşullar uygun olmakla birlikte hazinede yeterli miktarda para var ise ekonomi

olumsuz etkilenmeden borcun vadesi gelmeden erken ödeme yaparak gerekiyorsa da daha düşük faiz oranları ile yeni tahviller ihraç eder. Eğer ekonomi durgunluk döneminde ise erken ödeme yolunu tercih edebilir. Ancak enflasyon döneminde devlet vadesi gelen borcun geri ödenmesi yerine vade uzatılmasını tercih ederek bu baskıları azaltabilir (Erdem, 2018:37-42).

1.1.4.2. Gönüllü Olup Olmadıklarına Göre Borçların Sınıflandırılması

1.1.4.2.1. İsteğe Bağlı Borçlar

Borçlanmada esas olan borç alan ile borç veren tarafların karşılıklı rızası olması yani özgür iradesidir. İsteğe bağlı borçlanmada şartlar devlet tarafından belirlenmiş olup, borç senetleri kişi ve kurumlarca satın alınması konusunda zorlama yapılmamaktadır.

1.1.4.2.2. Zorunlu Borçlar

Borçlanmada kural olarak isteğe bağlı iken bazen devletin borç almasında rızasının olmadığı durumlar da vardır. Zorunlu borçlanmada vergiden farkı zorla alınsa da devletin anapara ve faizi ödeme yükümlülüğünden vazgeçmemesidir. Ayrıca bu borçlanma genellikle olağanüstü dönemlerde başvurulan ve itibarı olumsuz etkileyen bir gelir kaynağıdır. Zorunlu borçlanma tekniklerini sıralamak gerekirse; Tam zorlama ile borçlanmada, devletin tasarruf sahiplerine kendisinin belirlediği ve almak zorunda bıraktığı borç senetleridir. Hazinenin itibarını sarsan ve olağanüstü dönemlerde başvurulan bir yöntemdir. Zorlama tehdidine dayalı borçlanmada, devlet borçlanma senetlerini piyasaya çıkarırken istenilen miktarda borçlanmanın sağlanamaması durumunda borcun cebren sağlanması için tasarruf sahiplerine zorlamasıdır. Tasarrufa zorlamak yolu ile borçlanmada, günümüzde bireysel emeklilik sistemine katılımını zorunlu tutulması ile tasarrufa yöneltmektedir. Manevi zorlama ile borçlanmada,

borçlanma isteğe bağlı olmakla birlikte halkı manevi baskı altına alarak vatanseverlik ve insanlık görevi vurgusu ile ön plana çıkarmasıdır (Bülbül, 2018:435).

Zorunlu borçlanmanın en yaygın uygulama alanı ülkemizde zorunlu tasarruf kesintilerinde olmuştur. 1961 yılında tasarruf bonosu altında çıkartılan senetlerin amacı gelir sahiplerini tasarrufa yönlendirmekti. 1971 yılına kadar süren bu uygulama bu tarihten itibaren de mali denge vergisine dönüşmüştür. Ülkemizde 1970 yıllında kısa adı MEYAK olan Memur Yardımlaşma Kurumu kurularak devlet memurlarının maaşlarından %5'i bu kurum adına zorunlu olarak alınması ve kısaca adı OYAK olan Ordu Yardımlaşma Kurumu da Türk Silahlı Kuvvetleri'nde görevli personellerden alınan belli orandaki zorunlu kesintiler de örnek verilebilir. Son olarak 1988 yılında çıkarılan bir kanunla memur ve işçilerden yapılan zorunlu tasarruf kesintileri de zorunlu borçlanmaya örnek verilmektedir (Pehlivan, 2001:235).

Günümüzde zorunlu borçların en yaygın örneği ve en az zorlayıcı olanı kişilerin ve kuruluşların ellerinde belli bir oranda hazine menkul kıymetlerini tutmak zorunda olmalarıdır. Borçlanmanın faiz yükü azalırken, faiz oranlarını artmakta olduğu dönemlerde hazinenin borçları pazarlama imkanı artmaktadır. Öyle ki gönüllü borçlanmasın faiz maliyetinin fazla olması durumunda zorunlu olarak belli bir oranın elde tutulması yöntemi önem kazanmaktadır. Böylece bu yöntem ile para politikasının etkinliğini arttırıcı bir araç olarak

görülmektedir. Özel kişi ve şahısların faiz oranlarına karşı duyarlılığı yüksek olması da etkendir (Işık vd., 2005:68).

1.1.4.3. Sağladıkları Kaynaklar Açısından Borçların Sınıflandırılması

İç ve dış borçlanmanın nedenleri ve miktarları arasındaki ilişki ile ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasında ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Gelişmekte olan ülkeler daha çok dış borçlanma ağırlığını tercih ederken, gelişmiş ülkelerin borçları arasında iç borçlanmanın payı daha yüksektir. Ayrıca gün geçtikçe önemi artan uluslararası

ilişkiler, kurulan uluslararası kredi ve yardım kuruluşları da dış borçlanmanın önemi giderek artmaktadır. Gelişmekte ülkeler kalkınmaları için dış borçlanmayı daha çok tercih etmesinde sağlam bir sermaye piyasasının oluşamaması ve yatırımlar için gerekli sermaye mallarının teknik malzeme ve nitelikli personel sayısının yetersizliği gösterilebilir.

1.1.4.3.1. İç Borçlar

Ülkenin kendi ulusal kaynaklarından yani iç kaynaklardan elde edilen, alınması veya ödenmesi sırasında milli gelir üzerinde arttırıcı ya da azaltıcı etki ortaya çıkarmayan ancak kişiler veya kurumlar tarafından yurt içinde kullanılmayan bazı fonların devlet tarafından değerlendirilmesi sonucunda üretimde kullanılması veya ekonomik dengesizliklerin giderilmesi yönlerinden milli gelir üzerinde olumlu etkileri olan borçlar olarak ifade edilebilmektedir.

Devletlerin iç borçlanmaya başvurmasının nedenleri şunlardır:

-Mevcut olan vergi oranlarının arttırılması veya yeni vergiler konmasında devletlerin ekonomik, teknik veya siyasi yönden zor durumda kalmak istememesi,

-Devlet gelirleri ve giderleri arasında zamanla oluşan dengesizlikleri gidermek istemesi,

-Devletlerin kamu kesimi finansman açıklarının ağırlıklı olması sonucunda açığın kapatılmak istenmesi,

- Ekonomide ortaya çıkan dengesizliklerle mücadele edebilmek için bir mali araç olarak kullanılmak istenmesi,

- Vadesi gelen iç borcun ödeme olanaklarının oluşmaması durumunda eski borcu ödemek için yeniden iç borçlanmaya gidilmesi gibi sebepler sıralanabilir. İç borçlanma kaynakları; Özel kişi ve kuruluşlar, Sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kuruluşlar, Ticari bankalar ve sigorta şirketleri, Merkez Bankası olarak sayabiliriz.

1.1.4.3.1.1. İç Borç Kaynakları

İç borçlanmayı devletler farklı kaynaklardan gerçekleştirirken seçilen kaynakların yaratacağı ekonomik etkiler de farklı sonuçlar doğurmaktadır. Borçlanılan dönemde üretim faktörlerinin tahsisi ve ekonomik faaliyetlere etkisi, faiz ve borç ödemelerinin yapıldığı dönemlerde gelir dağılımı ve ekonomik faaliyetlere etkisi önem arz etmektedir. Borçlanma yoluyla sağlanan fonların toplam talep ve sonucunda milli gelire etkisi büyük ölçüde borcun elde edildiği kaynaklarda etkilidir.

1.1.4.3.1.1.1. Özel Kişi ve Kuruluşlardan Borçlanma

Kişiler elde ettikleri gelirlerin bir kısmını tüketirken bir kısmını da tasarruf ederler. Yapılan tasarruflar ise faiz geliri elde etme amacıyla devletin ihraç etmiş olduğu borç senetlerine yatırırlar. Enflasyon nedeniyle özellikle uzun vadeli tahvillerin değeri zaman içinde azalması kişilerin satın alma gücünde de azalmayı beraberinde getirir. Gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen gelir düzeyinin düşük olması, marjinal tüketim eğiliminin yüksek olması ve enflasyonist baskıların da şiddetli olması gibi nedenler tasarrufu etkilemektedir. Bunun sonucunda da özel kişi ve kuruluşlardan alınan borçların toplam devlet borçları içindeki payı oldukça düşük düşüktür (Erdem, 2018:45).Ülkemizde 1950'ye kadar devlet tahvillerine bireyler ilgi gösterirken, 1950'den sonra bu ilginin eskisi kadar olamamasında para değerinde önemli bir düşüş olması ve özellikle uzun süreli tahvillerin zaman içinde değerinin azalmasını gösterebiliriz (Işık vd., 2005:69).

1.1.4.3.1.1.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Ekonomik Kuruluşlardan Borçlanma

Genellikle sermaye piyasası yeterli ölçüde gelişmemiş ve tasarruf kaynakları sınırlı olan ülkelerde, sosyal güvenlik kuruluşlarının fonları ülkelerin toplam iç tasarruflarında potansiyel bir kaynak olarak önem taşımaktadır. Günümüzde her ülkede olduğu gibi Türkiye'de de kendi koşullarına göre sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kuruluşlar bulunmaktadır. Ayrıca 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmündeki Kararname'nin çeşitli maddelerine göre Kamu İktisadi

Teşebbüslerinin karları üzerinden belirli oranlarda yedek akçeler ayrılmakta ve bu akçeler çoğunlukla ihraç edilen tahvili, hazine bonosu ve gelir ortaklığı senedi gibi menkul değerlere yatırılmaktadır.

1.1.4.3.1.1.3. Ticari Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Borçlanma

Bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri gibi ekonomik kuruluşlar devletin borçlanması açısından güvenilir bir pazar oluşturabilmektedirler. Özellikle ekonominin durgun olduğu ve bankalardaki kredi işlemlerinin az olduğu durumlarda bankalar ellerindeki fazlalık olarak bulunan rezervleri devlet tahvil ve bonolarına yatırmak ve devletin vereceği faizlerden faydalanmak isteyeceklerdir. Enflasyonist dönemde ise gerek piyasayı kontrol altına almak gerekse kredileri sınırlamak amacıyla devlet bankalara tahvil satabilmektedir. Sigorta şirketleri de devlet borçlanmasına katkısı da ellerinde biriken fazla rezervleri daha çok tahvil, hazine bonosu ve gelir ortaklığı senedi gibi menkul değerlerle katkı sağlamaktadır.

1.1.4.3.1.1.4. Merkez Bankasından Borçlanma

Merkez Bankasından borçlanma, devletin iç kaynaklardan borçlanma konusunda çok önemlidir. Hazine, Merkez Bankası'ndan doğrudan borçlanma ve dolaylı borçlanma olmak üzere iki biçimde borçlanabilir. Doğrudan borçlanma kısa vadeli avans, altın ve döviz karşılığı avans, hazine bonosu satış gibi nakit olarak borçlanmayı ifade ederken dolaylı borçlanma ise hem hazine bonoları ile hazine kefaletine haiz bonoların Merkez Bankasına reeskont ettirilmesi veya karşılığında avans alınması şeklinde olabileceği gibi hem de Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleri ile devlet borçlanma belgelerinin piyasadan satın alınması yoluyla gerçekleştirebilir. Avans alınması, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunun 51. Maddesinde yer alan "*Banka, İktisadi Devlet Teşekkülleri ile iktisadi alanda faaliyet gösteren katma bütçeli idarelerin hammadde ve mahsul alımı ile ilgili, mevsimlik ihtiyaçları için düzenleyecekleri en çok dokuz ay vadeli bonalarını veya Hazine kefaletini haiz bonalarını iskonto edebilir ve karşılığında avans verebilir."* 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı kanunun 16.Maddesi ile uygulamadan kaldırılmıştır.

Merkez Bankası mevduat kabul eden bir banka olmadığından devletin almış olduğu borcu para basarak vermesi devletin para politikasını etkilemektedir. Bu durum Merkez Bankası'ndan alınan borçlar ekonomide para arzını arttırması buna bağlı olarak genişletici etkiler yaratan bir sonuç ortaya çıkarmaktadır. Toplam arz-toplam talep dengesinde toplam talebin lehine devletin Merkez Bankası'ndan almış olduğu borç parayı harcaması topluma ek bir satın alma gücü kazandırır. Bu durum daha çok durgunluğun hissedildiği dönemde uygulanması olarak karşımıza çıkarken enflasyonist eğilimlerin olduğu dönemde devletin bu uygulaması ile ekonomide var olan enflasyonist baskıları daha çok arttıracaktır.

1.1.4.3.2. Dış Borçlar

Ülkenin dış kaynaklarından elde edilen dış borçların alınması ve aynı zamanda iç kaynaklarla gerçekleştirilemeyecek olan yatırımlarda kullanılması milli geliri arttırıcı yönde etkide katkıda bulunurken geri ödenmesi durumunda yurt içinden yurt dışına bir kaynak transferi olduğundan milli geliri azaltıcı etkisi olan borçlanmadır (Erdem, 2018:43-47).

Dış borçlar ekonominin tasarruf açığını ve ödemeler dengesini açığını kapatmak için alınmaktadır. Borç alındığı sırada ülke ekonomisine kaynak girişi sağlanır ve ödemeler dengesinde ithal imkanlarını arttırır. Faiz ve anapara ödemelerinin yapıldığı sırada ise ihracat gelirlerinin bir kısmı kullanılacağından ithal imkanını azaltır. Dış borç ödemelerinin yapıldığı zaman yeni bir borçlanmada bulunulmayacak ise ihracatın ithalattan fazla olması gerekir ki yurtiçi harcamaların milli hasıladan az olmasına üretimin bir kısmının borç ödemelerine gitmesine neden olacaktır. Dış borçlar döviz olarak gelir ve döviz olarak ödenir. Dış ticaret dengesi devamlı açık veren devletler de dış ödemeler yeni borç alınarak yapılacak veya mevcut borçlar konsolide edilecek yani vadesi ertelenecektir. Bu nedenle devletlere alınacak dış borçların ekonomik kalkınma için gerekli harcamaların yapılmasını tüketim harcamaları için kullanılmamasını önerilmektedir. Devletleri dış borçlanmaya yönelten sebepler bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin iç tasarrufların yetersizliği nedeniyle dış borçlanmayla iç kaynaklara ek kaynak sağlaması böylece kalkınması

sağlamasında yardımcı olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmaya başvurmasının nedenleri şunlardır:

-İç tasarrufların yetersizliği ile yeterli sermaye birikimine sahip olunamaması,

-Sanayileşme ve kalkınma için girişimcilere büyük finansmanlara ihtiyaç duyulması,

-Sanayi yapısının girdilerinin dışa bağımlılığı yaratması,

-Yeterli hammadde ve ara malına sahip olunmaması ya da yetersizliği,

-Yıldan yıla değişen ancak süreklilik gösteren bütçe açıklarının varlığı,

-Yapısal dış ticaret açıkları ve döviz girdilerinin yetersizliği,

-Ödemeler dengesinde oluşan yapısal açıkların borçlanmayı zorunlu kılması,

-Gelişmiş ülkelerin diğer ülkelere göre dünyadaki bilimsel ve teknolojik yeniliğe, bilgi ve birikime üstün olması,

-Demokratik toplum yapısının tam olarak oturamaması, baskıcı yönetimlerin sık sık iş başına gelmeleri ve bu yönetimlerinde borç idaresindeki yetersizlikleri,

-Askeri harcamaların aşırı boyutlara ulaşmış olması,

-Finans piyasalarında oluşan pazarlama tekniklerinin gelişmesi de bu tür ülkeler açısından borçlanmayı cazip göstermeleridir (Bülbül, 2018:443-444).

Hazine yabancı devletlerden veya IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan borçlanabileceği gibi dış piyasalardan da belli hizmetler için ya da projelerin gerçekleştirilmesinde kullanılmak üzere dış borçlanma veya hibe biçiminde de sermaye girişi sağlamaktadır. Hazine'nin dış piyasalardan borçlanmasının iki amacı vardır: İlki ödemeler dengesinin finansmanı iken ikincisi ise belirli projelerin yürütülmesi için dış kaynağın temin edilmesidir. Hazine'nin uluslararası kuruluşlardan borçlanması iki şekilde olmaktadır: Ya devlet doğrudan uluslararası kuruluşlardan borçlanabilir ya da başka kamu bir kamu kuruluşunun borçlanmasına imkan tanımak amacıyla kredi verene devlet adına garanti vermesidir. Hazine dış piyasalardan

doğrudan bankalardan kredi talebinde bulunmak için veya uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç etmek şartıyla borçlanabilmektedir. Dış borç stoku Hazine Müsteşarlığı'nca kredi stoku ve tahvil stoku olarak iki ana kalem halinde takip edilmektedir. Dış borç stoku her bir kredi veya tahvilin anlaşma tanımında yer alan döviz cinsi üzerinden hesaplanır ve ilgili pariteler kullanılarak dolara çevrilerek yayımlanmaktadır. İki dönem borç stoku arasındaki borç, ilgili dönem zarfında gerçekleşen net kullanım, ödeme ve dolar paritelerinin dalgalanmasından oluşan kur farkını içermektedir (Mutluer, Öner, Kesik vd., 2013:395-396).

Tablo 1: 1993-2007 Yılları Arasındaki Dış Borç Stoku Durumu

YILLAR	Borç Stoku (Milyon Dolar)			GSYH'ye Oran (%)	Pay (Yüzde)	
	Kamu	Özel	Toplam		Kamu	Özel
1993	46.933	23.579	70.512	29,6	67	33
1994	51.518	17.186	68.705	38,8	75	25
1995	54.174	21.774	75.948	33,6	71	29
1996	52.573	26.725	79.299	32,6	66	34
1997	50.832	33.523	84.356	33,2	60	40
1998	54.325	42.026	96.351	34,7	56	44
1999	55.113	48.011	103.123	40,7	53	47
2000	64.171	54.431	118.602	43,6	54	46
2001	71.479	42.112	113.592	56,5	63	37
2002	86.536	43.066	129.601	54,8	67	33
2003	95.217	48.956	144.172	45,9	66	34
2004	97.078	64.076	161.154	40,0	60	40
2005	85.836	84.939	170.775	34,2	50	50
2006	87.265	120.738	208.002	38,0	42	58
2007	89.326	160.599	249.925	36,9	36	64
2008	92.400	188.432	280.832	36,2	33	67
2009	96.676	172.077	268.753	41,5	36	64
2010	100.674	191.019	291.694	37,8	35	65
2011	105.164	200.136	305.300	36,7	34	66
2012	113.395	228.537	341.932	39,3	33	67
2013	124.170	268.219	392.389	41,3	32	68
2014	123.751	281.268	405.019	43,3	31	69
2015	117.966	281.493	399.459	46,3	30	70
2016	124,093	284.103	408.195	47,3	30	70
2017	136.847	316.360	453.207	53,3	30	70

Kaynak: (Aktaş, 2018a**)**

Dış borç stoku 2017 sonu itibarıyla 453 milyar dolarla en yüksek düzeyde olup 2017 sonunda hem kamunun, hem özel sektörün borcu rekor düzeyde bulunmaktadır. Dış borç stokunun GSYH'ye oranı geçen yılsonu itibarıyla yüzde 53,3 düzeyinde oluşmaktadır. Bu oran, 2002 yılından sonraki dönemin en yüksek oranıdır. 2005'de borçlar eşitlenmekte olup kamu ve özel borç eşit orana sahiptir. 2015 yılında toplam dış borcun yalnızca % 30'u kamuya, % 70'i özel sektöre ait olup 2016 ve 2017'de de değişmemiştir. (Aktaş, 2018a).

Tablo 2: 2003-2007 Yılları Arasındaki Merkezi Yönetim Borç Stok Durumu

Merkezi Yönetim Borç Stokunun 2003-2017 Yılları Arasındaki Durumu (Milyar TL)								
Yıllar	**Borç Stoku**		**TL-döviz ayrımı**		**Toplam**	**Önceki Yıla Göre**		**Stok/ GSYH(%)**
	İç	**Dış**	**TL Stok**	**Döviz Stok**		**Fark**	**Değ.(%)**	
2003	194,4	88,8	151,8	131,4	283,2			60,5
2004	224,5	92,5	185,0	132,0	317,0	33,7	11,9	54,9
2005	244,8	87,2	206,9	125,1	331,9	15,0	4,7	49,3
2006	251,5	94,0	216,8	128,7	345,5	13,6	4,1	43,8
2007	255,3	78,6	229,2	104,7	333,9	-11,6	-3,4	37,9
2008	274,8	106,0	251,8	129,0	380,8	47,0	14,1	38,3
2009	330,0	112,0	312,8	129,2	442,0	61,2	16,1	44,2
2010	352,8	121,3	347,3	126,8	474,1	32,1	7,3	40,9
2011	368,8	150,3	365,0	154,0	519,1	44,9	9,5	37,2
2012	386,5	146,4	386,5	146,4	532,9	13,8	2,7	33,9
2013	403,0	183,2	403,0	183,2	586,2	53,3	10,0	32,4
2014	414,6	197,9	414,6	197,9	612,5	26,3	4,5	30,0
2015	440,1	238,1	440,1	238,1	678,2	65,7	10,7	29,0
2016	468,6	291,3	468,6	291,3	760,0	81,7	12,0	29,1
2017	535,4	341,0	535,4	341,0	876,5	116,5	15,3	28,3(T)

Kaynak: (Aktaş ,2018b)

Hazine'nin ya da teknik ifadeyle merkezi yönetimin borç stoku geçen yıl sonu itibarıyla 876.5 milyar lira olarak gerçekleşti. Bu tutarın 535.4 milyar lirası iç, 341 milyar lirası ise dış borç stokundan oluşuyor. Hazine'nin borç stoku geçen yıl şimdiye kadar bir yılda kaydedilen en yüksek tutarlı artışı gösterdi. Toplam stok geçen yıl 116.5

milyar lira arttı. Artışın oranı da yüzde 15.3'ü buldu. Merkezi yönetim borç stoku her ne kadar geçen yıl rekor düzeyde artmış olsa da, öyle görünüyor ki borcun GSYH'ye oranı son 15 yılın en düşük düzeyinde. Bu oranın 2003 yılında yüzde 60.5 düzeyinde bulunduğunu ve birkaç yıl hariç düzenli olarak gerilediğini görülmektedir. Merkezi yönetim borç stokunda 2012'de dış borçların payı yüzde 27, iç borçların payı yüzde 73'tü. 2017'ye geldik, dış borcun payı yüzde 39'u buldu. Yani 2012'ye göre tam 12 puanlık bir artış oldu. Bu durum, dış borcun çok artmasından değil, kur artışından kaynaklandı. Döviz kuru arttığı sürece, dış borcumuz döviz bazında sabit kalsa bile, bu dövizi ödeyebilmek için daha fazla Türk parasına ihtiyaç duyacağız. Borç stokundaki artış nakit açığından fazla. Bunun iki nedeni var. İlki stok TL olarak açıklandığı için stokun döviz olan kısmına gelen kur etkisi. Borçları TL olarak izlemek kaçınılmaz. Toplanan vergiler ve diğer gelirler TL ve TL stok, devletin ne kadar TL gelir bulması gerektiğini gösteriyor. Stok büyüdükçe, bizden toplanacak olan vergiler de artıyor. Diğer neden ise Hazine garantileri gibi bütçe dışı işlemlerin yarattığı etkiler ."Artışın bu hızla devam etmesi ve çok sıkı bir şekilde bütçe açığı ve borçlanma frenine basılmaması durumunda birkaç yıl sonra borç stokunu daha fazla tartışmak durumunda kalacağımızı vurgulanmıştır. Merkezi yönetim borç stoku tablosunda 2003-2011 dönemi için "borç stoku" başlığı altındaki iç borç, "TL-döviz ayrımı" başlığındaki TL stoka; dış borç da döviz cinsi stoka eşit değil. Bu durum, söz konusu dönemdeki iç borcun bir kısmının dövizli kağıtlarla oluşmasından kaynaklanıyor.2003 yılı için örnek verelim. İç borç stoku 194.4 milyar lira. Ama bu tutarın 42.6 milyar lirası dövizli kağıtlarla oluşmuş. Dolayısıyla 194.4 milyar lira iç borcun TL cinsinden oluşan kısmı 151.8 milyar lira.O yıl dış borç 88.8 milyar lira düzeyinde bulunmakla birlikte, iç borç olan 42.6 milyar lira dövizli kağıtlarla oluştuğu için döviz borcu toplamı da 42.6 milyarın eklenmesiyle 131.4 milyar lira (Aktaş(b), 2018).

1.1.5. Türkiye'de İç Borçlanmanın Gelişimi

Cumhuriyet'in ilan edildiği tarihten itibaren Osmanlı Devleti'nden devralınanlarla birlikte hükümetler sürekli olarak borçlanma sorunu ile karşı karşıya kalmışlardır. Osmanlı Devleti'nde alınan dış borçlanmalarının bir bölümü demiryolu

yapımı gibi birtakım projeler için alınmış gözükse de daha çok savaşların veya bütçe açıklarının finansmanı ya da önceki borçların yenilenmesi daha çok yapılandırılması şeklini alınmıştır. Bu borçlar daha sonra borç ödemek için borçlanmaya dönerek devletin iç finansman ihtiyacını dış borçlanma ile karşılamak gibi olumsuz bir duruma düşürmüştür. Daha sonra Osmanlı Devleti bu borçlarını ödeyemediği dönemlerde de moratoryum ilan etmesi ile yeniden borçlanarak borçlarını yeniden yapılandırması sonucunda itibarını kaybetmesine neden olmuştur (Eğilmez, 2019:129).

Cumhuriyet döneminin ilk istikrazı (borçlanması) kalkınmanın başlangıç aşamasında etkili rol oynayan demiryolu inşası için yapılmıştır. Daha sonra cumhuriyetin ilk yıllarında demiryolu finansmanı ağırlıklı istikrazlar çıkartılmaya devam edilmiştir. Bu sebeple Türkiye'de ilk borçlanma 1933 yılında Fevzipaşa-Diyarbakır arasındaki demiryolu inşası için "Ergani İstikrazı", 1934 yılında "Sivas-Erzurum Demiryolu İstikrazı" ve 1918 Osmanlı İmparatorluğu tahvillerinin konversiyonu için "İkramiyeli 1938 İstikrazı", 1941 yılında "Diyarbakır-İran Demiryolu İstikrazı" ve 1942 yılında savunma harcamalarının finansmanı için "Milli Savunma İstikrazı" yapılmıştır (Ulusoy, 2009:109-110).

1946-1950 döneminde Türkiye'de Cumhuriyet döneminin, iç ve dış borçlanma konusunda önemli bir sıçrama yapılmasının başlangıcı olarak görebiliriz. Ekonomik kalkınma ve alt yapı amaçlarının dışında ilk defa bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmaya başvurulmuştur: 1948-1949 istikrazları. Hazine borçlarının konsolidasyonu için ilk defa 250 Milyonluk hazine tahvili ihraç edilmiştir. Dış borçlanma konusundaki en önemli gelişme de Truman Doktrini ve Marshall Yardımları çerçevesinde olmuş ve askeri malzemeler için sağlanan krediler ve yardımlar, 1946 devalüasyonun da etkisi ile dış borçlarımız 1950 yılında 277 Milyon Dolara çıkmıştır. 1950-1960 döneminde iç borçlanma sebeplerini bütçe açıkları oluşturmuştur. Bütçe açıklarının kapatılması için çeşitli yıllarda istikrazlar yapılmış, bu dönemde sayıları artan İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT) hazine kefaletini haiz borç senetleri çıkartarak yeni bir iç borç türü meydana gelmiştir. Bu dönemde çeşitli uluslararası finansman kurumlardan ve ABD'nden özellikle enerji ve sulama konusundaki altyapı yatırımlarının dış finansman ihtiyacının karşılanması, milli

savunma gerekleri ve dış ticaret açıklarının kapatılması için 500 Milyon Dolara yakın dış borç alınmıştır.1950 yılında çıkarılan 475 sayılı kanun ile kamulaştırılan arazi sahiplerine, nakit para yerine tahvil verilmesi ve alınan borçlanma üzerine bir üst sınır konulamamış olup kanuna dayanarak belirtilen yıllar dışında çeşitli yıllarda bütçe açıklarının finansmanı amacıyla borçlanmaya devam edilmiştir (Ulusoy, 2009:111). Ayrıca bunlar dışında İDT yatırımlarının finansmanı için kamu kesimi ithalat borçları ve 1951-1953 döneminde uygulanan libere ithalatın sonucu olarak transferi yapılamayan özel kesim dış borçlarının devlet borcu haline gelmesi (mütedahil borçlar) dış borç yükünü arttırmıştır. Sonuç olarak ödeme araçlarının yetersiz olması nedeniyle Türkiye'nin 1881 Muharrem Kararnamesinden sonra ikinci kez dış borçlar bakımından moratoryum ilan etmesine yol açmış ve 1958 istikrar programı ile uzun vadeli hale getirilmiştir. Planlı dönemde iç borçlanma konusunda ekonominin genel dengesinin bozulmaması için kamu kesimi genel dengesindeki finansman açığının uzun vadeli iç borçlanma ile karşılanacağı, Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT)' lerin hazine kefaleti taşıyan bonolar çıkartmamaları ve bu kuruluşların finansman ihtiyaçlarını da plan program hedeflerinde belirlenen kuruluşlar tarafından karşılanması ilkeleri kabul edilmiştir. 1960 sonrası dönemde, vergi gelirlerinin hedeflenen kalkınma için yapılan kamu harcamalarını karşılamada yetersiz oluşu iç finansman açığının büyümesine neden olmuştur. Bu finansman açığını kapatmak için de yapılan borçlanma, planlı dönemde uzun vadeli benimsenmek istenmesine rağmen kısa vadeli gerçekleşmiştir. Ayrıca bu dönemde sermaye birikiminin yetersizliği ve devlet borçlanma senetleri nominal faizlerinin altında kalmasından dolayı devletin kişilerden borçlanması zorlaşmış, kanuni zorunlulukla sosyal güvenlik kurumları ve bankalara senet satılması sosyal güvenlik kuruluşlarının birikimlerinin erimesine, iç borç yükü faturasının da bu kurumlara çıkarılmasına sebep olunmuştur (Ulusoy, 2009:112).

Planlı dönemde, iç borçlanma konusundaki en önemli hareketler, 1965'den bu yana bütçe açıklarının finansmanı için çıkartılan iç istikrar tahvilleri, tarım sanayi ve ulaştırma alanlarına yapılacak yatırımların finansmanı için çıkartılan tasarruf bonolarıdır. Ancak tasarruf bonoları kendisinden beklenen amacı gerçekleşmediğinden 1972 yılında mali denge vergisine dönüştürülmüştür. İDT'

lerinin hazine kaynaklarını zorlamaları için yasaklanan hazine kefaletini taşıyan bonoların yerini, dış proje kredileri almıştır. Planlı dönemdeki dış borçlanma ise, OECD içinde kurulan Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu aracılığı ile yapılmaya başlamıştır (Batırel, 2007:157-170).

Türkiye'de 1970'li yıllara kadar yapılan iç borçlanma uzun vadeli ve kalkınmaya yönelik olup bütçeye çok fazla yük getirmemiştir. Cumhuriyetin ilanından 1980'li yıllara kadar kamu borçlanmasında ağırlıklı olarak dış borçlanmaya verilmiş olup 1980 sonrasında ise bütçe açıklarının finansmanı ve alınan borçların geri ödenmesi için iç borçlanmaya gidilmiştir.

Piyasa Ekonomisine Geçiş Dönemi olan 1980-2001 yılları arasında Türkiye'de iki büyük ekonomik kriz yaşanmıştır:1994 Krizi ve 2001 Krizi. Faizleri düşürmeye yönelik politikanın uygulanması sonucunda Hazine'nin iç borçlanma ihalelerin iptal edilmiş, yaşanan kriz sonucunda Türkiye IMF'nin desteğini alarak 5 Nisan 1994 Kararları denilen bir dizi ekonomik önlem hayata geçilmiştir. 2001 Krizi'nde Türkiye, IMF ile ortak bir program içine girerek kriz sonrası alınan önlemleri desteklemek için maddi desteğini arttırması ile krizden hızlı bir biçimde çıkmıştır. Bu dönemde özellikle artan altyapı yatırımlarını karşılamak için yetersiz kalan gelir yapısını vergi ile desteklemek yerine borçlanmaya ağırlık veren bir maliye politikası izlediği için bir yandan kamu borç stoku artarken bir yandan da bütçe açıkları büyümüştür (Eğilmez, 2019:148-49).

1980'li yılların sonrasında borçlanma kalkınma amacından daha çok bütçe açıkları ve borç geri ödenmesi için yapıldığından borç stoku sürekli artmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası kaynaklarına daha önceki döneme göre daha az başvurulmuş, 1980 öncesinde ise KİT açıklarından kaynaklanan finansman ihtiyacı, daha sonrasında bütçe açıklarından kaynaklanmaya başlamıştır. Kamu finansman açıkları için bu dönemde Merkez Bankası kaynakları kullanırken, özellikle 1986 yılından itibaren Türkiye ekonomisine net dış kaynak girişinin azalması ve devletin esas geliri olan vergilerin düşük düzeyde kalması gibi nedenlerden dolayı iç borçlanma giderek ön plana çıkarak iç borç stoku giderek hızlı bir şekilde artmıştır. Ülkemizde iç borç stokunu devlet tahvilleri, hazine bonoları, konsolide borçlar ve Merkez

Bankası'ndan alınan kısa vadeli avansların toplamı oluşturmaktadır. Özellikle 1980'li yıllardan sonra kamu kesimi finansman açıklarının büyümesinde yüksek oranlı enflasyon ve artan borç talebi nedeniyle Hazine yüksek faiz oranından borçlanmış ayrıca bahsedilen dönemde ülkede yaşanan ekonomik ve siyasal belirsizlikler nedeniyle tasarruf sahipleri de uzun vadeli yerine kısa vadeliyi tercih etmiştirler. Bunun sonucu olarak kısa vadeli borçlanmanın getirmiş olduğu faiz yükü nedeniyle iç borç stoku yüksek bir hızla artmıştır. Bütçe disiplinin sağlanamaması açıkları sürekli hale getirmiş, açıkların kapatılması için borçlanmaya gidilmesinde yeni dönemde faiz yükü ile beraber bütçeyi de etkilemiştir. Bu sürecin devamı olarak da borç stoku ve bütçe üzerinde faiz yükü artarak bütçe açıklarının daha da artmasına neden olmuştur. İç borç stokunun yüksek düzeylere ulaşması sonucunda iki sorun önem teşkil etmiştir: birincisi stokun anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması için önemli miktarda yeni kaynağa ihtiyaç duyulması iken bir diğeri ise uygulanması bir zorunluluk haline gelen bir istikrar programı çerçevesinde parasal genişlemeye gidilmeyeceği, net bir dış finansman olmayacağı ve kaynak ihtiyacının yine iç borçlanma ile karşılanması durumunda borçlanma faizlerini yükseltecektir. Böylece iç borç stoku daha da yükselecek ve kaynak ihtiyacı daha da artacaktır (Ulusoy, 2009: 115-121).

1985 yılından sonra da kamu finansmanında iç borçlanmanın önemi sürekli artmasına rağmen başlangıçtaki kamu kesimini finanse etme amacı 1990'lı yıllardan itibaren de borç servisini finanse etme amacına dönüşmüştür. 1980 sonrası dönem Türkiye ekonomisinde yapısal değişmenin yaşandığı bir dönemdir. Özellikle 24 Ocak Kararlarıyla birlikte serbest piyasa ekonomisinin işleyişi Türkiye'de gerek sosyo-kültürel alanda gerek ekonomik alanda köklü değişmeleri getirmiştir. Bu kararda devletin ekonomideki payını küçülten önlemler alınmıştır (Eğilmez, 2019: 147).

Cumhuriyetin ilanından 2002 yılına kadar devletin borçlanma politikasını oluşturan bir çerçeve yasal düzenleme olmamıştır. Bu dönemde borçlanma işlemleri ve politikası, 1050 sayılı Muhasebe-i Umumiye Kanunu ve her yıl çıkarılan bütçe kanunlarında yer alan hükümlerle yürütülmüştür. Borç yönetimini 1984 yılına kadar Maliye Bakanlığı bünyesinde yer alan Hazine Genel Müdürlüğü yürütmüş, bu tarihten itibaren devletin nakit ve borç yönetimini yürütme görevi Başbakanlığına bağlı olarak

kurulan Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir. 1986 yılından önce bütçe kanunlarında bütçe ödenekleri ile gelir tahmini arasındaki farkın borçlanma ile karşılanacağı öngörülmesi ile yıl içinde yapılan iç ve dış borçlanmalar hasılatı gelir, anapara geri ödemeleri ile borç faizleri de gider olarak yer almaktaydı. Bu durumda bütçe kanunları ile Hazine'nin yapabileceği borçlanmanın limiti tespit edilmiş oluyordu. 1986 yılında devletin bütçe sisteminde önemli bir değişiklik yapılarak bu yıldan itibaren geçerli olarak borçlanma hasılatı ve anapara geri ödemeleri bütçe hesapları dışına çıkarıldı. Sadece borç faizleri bütçe giderleri arasında yer almaya devam etmiştir. Bu değişiklik ile bütçe kanunlarında Hazine'nin yıl içinde anapara olarak ne kadar borçlanacağı ya da geri ödeme yapacağına dair bir rakam yer almayarak sadece Hazine'nin bütçe ödenekleri ile gelir tahminleri arasındaki fark kadar net borçlanma yapabileceğini ifade etmiştir. Yıl içindeki yeni borçlanmalar ile anapara geri ödemeleri arasındaki net borçlanma tutarı ya da bunun belirli bir oranda fazlası olarak tespit edilen tutar Hazine'nin o yıl için borçlanma limiti olmuştur. Bu değişiklik ile birlikte Devletin iç ve dış borç işlemleri, bütçe hesapları dışında ve Borç İdaresi adı altında Hazine Müsteşarlığı'nca yürütülmeye başlanmıştır.

Özellikle 90'lı yıllar boyunca Türkiye'nin sık aralıklarla seçime gitmesi sonucunda siyasal istikrarsızlıklar ile birlikte izlenen yanlış ekonomi politikaları sonucunda borç yükü artmıştır. Ülkede yaşanan siyasal ve ekonomik krizler güven sorunu doğurmuş bununla birlikte uluslararası alanda riskli ülke olarak algılanmış ülkemizde dış kaynak bulmakta sıkıntı yaşanmış, bulunan dış kaynaklar ise çok yüksek faizli olmuştur. Bunun sonucunda finansman ihtiyacını Türkiye, çözümü iç kaynaklara yönelmesiyle bulmuştur (Bakkal-Gürdal, 2007:151).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra IMF desteği alınarak "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur. Faiz dışı harcamalarda tasarruf yapılması ile kamu borç stokundaki artışı kontrol altına alınmasıyla borç yükünü azaltılmak istenmiştir. Özellikle de kamu maliyesi bankacılık alanlarında uzun vadeye yönelik hedefler konularak ve kamu maliyesi tarafında da kamunun olabildiğince küçültülmesi, hesapların konsolide edilmesi, şeffaflık ve etkinliğin arttırılması gibi hedefler belirlenmiştir (Ulusoy, 2009: 115-121).

Türkiye'de borçlanmaya ilişkin esaslar bütçe kanunlarında yer almakta iken, ilk defa 2002 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile ayrı bir metinde düzenleme yapılmıştır. Kanun, devletin iç ve dış borçlanması ve nakit yönetiminin maliye ve para politikaları ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi amacıyla yürürlüğe konulmuştur. 4749 sayılı kanun ile Türkiye'de borç yönetiminde mali disiplin sağlanmasına katkı sunulmuştur. Bu amaçla kamu borç ve risk yönetiminin temel ilkelerini; makroekonomik dengeleri gözeterek, devletin iç ve dış borçlanmasına maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesi ile birlikte finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa şartları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak orta ve uzun vadede en düşük maliyetle karşılanmalıdır (Mutluer vd., 2013:391-393).

4749 sayılı Kanun ile borç yönetimi konusunda getirilen düzenlemeler şu şekildedir:

- Türkiye Cumhuriyeti adına devlet iç borcu ve dış borcu almaya, Hazine geri ödeme garantisi vermeye, hibe almaya, dış finansman imkanlarını dış borcun devri, ikrazı ya da tahsisi yoluyla kullandırmaya ve yeni mali yükümlülük yaratmaya, bu borç ve yükümlülükler ile bunlardan kaynaklanan Hazine alacaklarını yönetmeye Hazine Müşteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan yetkili kılınmıştır.
- Borçlanmaya sınır getirilmiştir. Mali yıl içinde, ilgili yıl Bütçe Kanunu'nda belirtilen başlangıç ödenekleri toplam ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilir. Bu limit %5'e kadar Hazine'nin bağlı olduğu Bakana, ilave %5'lik tutar ise Bakanlar Kurulu kararıyla arttırılabilir. (*2/7/2018 tarihli ve 700 sayılı KHK'nin 141 inci maddesiyle, bu fıkrada yer alan "Müsteşarlığın görüşü ve Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu" ibaresi "Cumhurbaşkanı" şeklinde değiştirilmiştir.)*
- Çıkarılacak Devlet iç borçlanma senetlerinin çeşitlerine, satış yöntemlerine, faiz koşullarına, vadelerine, basım ve ödemelerine ilişkin her türlü esasları ve bunlara ilişkin diğer şartları belirlemeye Bakan yetkilidir.
- Türkiye Cumhuriyeti adına herhangi bir dış finansman kaynağından Devlet dış borcu sağlamaya ve mali koşulları da dahil olmak üzere şartlarını tespit etmeye

ve bu şartlar çerçevesinde malî yükümlülük altına girmeye Bakan yetkilidir. Söz konusu Devlet dış borcuna ilişkin anlaşmalar ve ilgili dokümanlara dair her türlü hazırlık, temas ve müzakereler Müsteşarlık tarafından yürütülür ve sonuçlandırılır. (www.mevzuat.gov.tr)

Sonuç olarak Hazine sadece merkezi yönetim bütçesinin değil, kamu iktisadi teşekkülleri, mahalli idareler ve merkezi yönetim bütçesine dahil olmayan diğer kamu kuruluşları dahil tüm kamu idare ve kuruluşlarının finansmanı için nakit sağlamak, garanti vermek ve kredi bulmak gibi yollarla sağlamaya çalışır. Borçlanmayı yaparken, bütçenin finansmanın sağlamanın yani bütçe giderlerinin nakdini temin etmenin yanı sıra, diğer kamu kuruluşları için ihtiyaç duyulan miktarları da göz önünde tutarak borçlanır. Yapılan iç ve dış borçlanmanın faiz, iskonto ve genel giderlerinin tamamını ise genel bütçe ödenekleri ile karşılanır. Devlet iç ve dış borç anapara ödemeleri ile iç ve dış borçlanma tutarları, Hazine'nin kısa vadeli nakit ihtiyacı için para piyasalarından yapacağı borçlanma tutarları Devlet muhasebesinde bütçe hesapları dışında özel hesaplarda izlenir (Mutluer vd., 2013:394).

Tablo 3: 1998-2010 Yılları Arasında İç Borç Stokunun Dağılımı

YIL	TAHVİL			BONO		
	Miktar (Adet)	Pay (%)	GSYİH PAYI (%)	Miktar (Adet)	Pay (%)	GSYİH PAYI (%)
1998	5.772	49,7	8,2	5.841	50,3	8,3
1999	19.683	85,9	18,8	3.237	14,1	3,1
2000	34.363	94,3	20,6	2.058	5,7	1,2
2001	102.128	83,6	42,5	20.029	16,4	8,3
2002	112.850	75,3	32,2	37.020	24,7	10,6
2003	168.974	86,9	37,2	25.413	13,1	5,6
2004	194.211	86,5	34,7	30.272	13,5	5,4
2005	226.964	92,7	35,0	17.818	7,3	2,7
2006	241.876	96,2	31,9	9.594	3,8	1,3
2007	249.176	97,6	29,6	6.134	2,4	0,7
2008	260.849	94,9	27,5	13.978	5,1	1,5
2009	315.969	95,7	33,2	14.036	4,3	1,5
2010	343.317	97,3	31,1	9.525	2,7	0,9

Kaynak: Bumko,2011

Tabloya göre 2007 yılına kadar iç borç stoku içinde tahvillerin oranı sürekli artış gösterirken bonoların oranı azalma eğilimi içindedir. 2008 yılında iç borç stoku içinde tahvillerin oranı azalmaya başlamış, bonoların oranı ise artma eğilimi içine girmiştir. Tahvil oranı 2009'da tekrar artmış, 2010'da ise azalmıştır. Bonoların oranı 2009'da önceki yıla göre sabit kalırken, 2010 yılında bu oran düşmüştür (Bayraktar, 2011:8-9).

Borçlanma konusunda önemli noktalardan biri de borçların vadeleridir. Türkiye'de iç borçların kısa vadeli olması ve buna bağlı olarak da yüksek oranlı reel faizler enflasyon oranı da dikkate alındığında ekonomiyi daha da zorlamaktadır. Türkiye'de özellikle iç borçlanma alanındaki bu olumsuz durum karşısında vade bitiminde vadedilen anapara ve faiz oranı tekrar borçlanmayı sürüklemektedir (Aksoy, 2011:159,161).

Tablo 4: İç Borç Stokunun Vade ve Faiz Yapısı

Yıllar	Milyar TL		Yüzde Dağılım		Faiz Oranları	
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Nominal Faiz	Reel Faiz
1985	1284,4	1027,8	55,5	44,5	-	-
1986	1874,2	1510,0	55,4	44,6	51,02	7,8
1987	3329,8	2407,1	58,0	42,0	47,04	13,4
1988	4623,8	4880,2	48,7	51,3	62,36	22,9
1989	6076,2	10862,8	35,9	64,1	58,29	-2,47
1990	9338,8	18801,2	30,7	69,3	51,94	2,2

Kaynak: Maliye Bakanlığı,1991

1990 - 1991 döneminde Hazine, bütçe açıklarının finansmanı için Merkez Bankasına başvurmuştur. Ancak bu yöntemin başarılı sonuçlar verememesi Hazinenin, artan oranda borçlanmalarıyla, özel sektörün kullanılabilir fon kaynaklarını daraltmasıdır. Piyasadan yapılan net borçlanmanın boyutu Hazine'nin her yıl bankalardaki toplam mevduatın 1/5'ine yakın kısmına borçlanma yoluyla el koymasıdır. Her yıl banka sisteminde artan mevduatın yüzde 65-66'lık kısmı kadar devlet iç borçlanması gerçekleştirmiştir. İkincisi ise, faiz oranlarının giderek yükselmesi, bütçede faiz yükünün artması olmuştur. 1991 yılında yaşanan Körfez Krizi ile birlikte aynı yıl yapılan erken genel seçimler piyasalardaki uzun döneme ilişkin belirsizlikleri ve enflasyonist beklentileri artırmış, bu durum Hazine'yi kısa vadeli kağıtlarla ve yüksek faizlerle borçlanmaya zorlamıştır. 1992 yılına gelindiğinde ise borcun vadesinin uzatılması, Hazine'nin kısa vade-yüksek faiz ilişkisinden kurtarabilmek için Merkez Bankası ve Hazine'nin birlikte aldığı ortak kararı doğrultusunda bankaların disponibilite (bu uygulama 2005 yılında kaldırılmıştır. Bunun yerine "zorunlu karşılıklar" uygulaması devam etmektedir) yükümlülükleri nedeniyle bulundurmak zorunda oldukları devlet kağıtlarının vadesinin en az 210 gün olması zorunluluğu getirilmiştir. Diğer taraftan bir yıldan kısa vadeli DİBS'nin gerek alım – satım kazancından doğan gelirleri üzerinden gerekse faiz gelirleri üzerinden alınan gelir vergisi stopajı %10'dan %15'e yükselirken, bu oranlar bir yıldan uzun vadeli Hazine kağıtları için %10 düzeyinde tutulmuştur. Özellikle 1986 yılı sonrasında ekonomiye net bir dış kaynak girişinin olmaması ve vergilerin düşük düzeylerde seyretmesi borçlanmayı hızlandırmıştır. 1994 yılına gelindiğinde yaşanan kriz iç borçlanma sorununu daha da derinleştirmiştir. Türk Lirasının tam konvertibilitesine geçildiği ortamda kamu açıklarının artışı borçlanmada ve iç borç faiz oranlarında bir artışı ortaya çıkarmıştır. İç borç faiz oranlarının artışı yurt dışından kısa süreli spekülatif sermayenin ülkeye girişini hızlandırmıştır. Kısa süreli sermaye girişleri iç borçlanma için ek kaynak oluşturduğu gibi Türk Lirasının aşırı değerlenmesine ve dış alımın artmasına neden olmuştur. Yüksek kamu açıklarından kaynaklanan ithalat hızla artması, ihracat yavaşlaması ve dış ticaret açığı önemli bir boyuta ulaşmıştır. Kamu açıkları bu kadar hızlı artarken iç borçlanma senetleri üzerindeki nominal faiz oranının 1993 yılının son aylarında ve 1994 yılında düşürülmeye çalışılması, cari işlemler açığı bu kadar

yüksek iken kurların baskı altında tutulması, bunlara ilaveten monetizasyona başvurulması, açık piyasa işlemlerinin kullanılmaması, 85 Trilyon TL ek bütçe çıkarılması ve bunun çok az bir kısmının kamu geliriyle finanse edilecek olması, ek bütçe ile artan kısa vadeli kullanım imkanına ilave olarak çıkarılan tahkim kanunu ile Hazine'nin 13 Trilyon TL kadar borcunun silinmesi ve böylece daha da fazla kısa vadeli avans kullanım imkanı yaratılması, yapılan vergi düzenlemeleri ile kamu kağıtlarına olan talebin düşmesi, cari dengedeki bozulma 1993 yılı sonu ve 1994 yılı başı döneminin ekonomik gelişmelerinin özetidir. Ayrıca bu dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) endeksini yükseltmek amacıyla faiz oranlarının düşürülmesi yoluna gidilmesi ters tepki yapmıştır. 13 Ocak 1994 tarihinde Moody's ve Standart and Poors gibi iki önemli uluslararası kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri, piyasayı birden olumsuz yönde etkilemiş ve 19 Ocak 1994'te bilinen para krizi patlak vermiştir. Borsanın faizleri düşürmesiyle oluşacak sermayeyi çekecek derinliğe sahip olmaması spekülatif sermayenin döviz alımına yönelmesi sonucunu doğurmuştur. Türkiye 19 Ocak 1994'te fiili bir devalüasyon yaşamış ve Dolar 15 bin TL'den 40 bin TL'ye çıkmıştır. Bunun ardından 2 Ocak 1994 tarihinde devalüasyon gerçekleştirilmiş ve TL'nin değeri %13,6 oranında devalüe edilmiştir. Öte yandan Merkez Bankası döviz kurlarının aşırı yükselmesini önlemek ve rezervlerin erimesini durdurmak üzere para piyasasından yüksek faizlerle borçlanmalara başlamıştır. Gecelik faizler rekor seviyelere ulaşmıştır. Hazine'nin iç borçlanma çabalarının yeterli ilgiyi görmemesi üzerine Haziran 1994'de %50 dönem faizli 3 ay süreli Hazine Bonoları ihraç etmiş ve Hazine, halkın birikimlerini borç alabilmek için Hazine Bonolarını büyük ölçüde halka yönlendirmeye çaba göstermiştir. Sonraları da %80 - %100 yıllık faiz oranlı Hazine Bonosu satışları devam etmiştir. Böylece dalgalı borçların oranının toplam borçlar içindeki payının kısa zamanda çok fazla yükseldiği görülmüştür. Nitekim bu oran 1993 yılında % 72,5 iken 1994 sonlarında % 98'lere yükselmiştir. 27 Mart 1994 yerel seçimlerinin ardından 5 Nisan 1994 tarihinde hükümet "Ekonomik Önlemler Uygulama Planı" olarak açıklanan ve ekonomik istikrar tedbirleri ile ilgili düzenlemeleri içeren 5 Nisan Kararlarını açıklamıştır.1994 yılı Nisan ayında alınan istikrar tedbirleri sonucunda bütçe harcamalarında kısıntıya gidilirken, alınan ilave vergi tedbirlerinin de etkisiyle bütçe, GSMH'nın yüzde 3,8'i oranında faiz dışı fazla

vermiştir. Bu olumlu gelişmeye rağmen iç borç faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı yüzde 4,6'dan yüzde 6,0'a yükselirken, toplam iç borç servisinin GSMH'ya oranı da yüzde 13,8'den yüzde 18,1'e yükselmiştir. Bu olumsuzluğun bir nedeni dış borçların iç borçlanma ile geri ödenmesi olmakla birlikte, diğer önemli bir nedeni de bütçenin limit dışı yapılan özel tertip Devlet Tahvillerinin iç borç servisine yüklenmesidir. 1994 Mayıs ayı sonuna kadar Konsolide Bütçenin iç borçlanmayla finansmanında başarı sağlanamamıştır. 1994 yılındaki iç borçlanmada faizlerin çok yüksek olmasının sebebi, krize zamanında müdahale edilmemesi sonucu oluşan yüksek maliyettir. Enflasyonun yükseleceği beklentisini kırmak krizi yaşarken daha zor olmaktadır. Bu yüzden faizler çok fazla yükselmiştir. Dolayısıyla reel ekonominin gerilemesi de çok büyük boyutta olmuştur.1994 krizinden sonra Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmelere rağmen faiz oranları 1995'te yüksek oranlarda kalmıştır. Türk Lirası yerine dövizle borçlanmanın, borçlanma vadesini uzatabileceği ve maliyetini düşürebileceği inancıyla 1996 yılının sonundan itibaren yurtiçi piyasada dövizle borçlanma başlatılmıştır. Bu çerçevede, 1996 yılının son aylarında 2,2 milyar Dolar tutarında dövizli tahvil ihraç edilmiş, bedelsiz ithalatta yeni düzenlemelere gidilerek, bedelsiz otomobil ithali çerçevesinde açılan özel hesaptan yaklaşık 1 milyar Dolar tutarında yeni finansman imkanı sağlanmıştır. Bu uygulama ile borçlanma maliyetinin düşmesi döviz kurundaki artışla yakından ilişkilidir. Döviz kurundaki artış örneğin yıllık ortalama bileşik faiz oranından düşük olduğu sürece dövizli borçlanmanın maliyeti daha düşük olacaktır. Fakat borçlanma ihtiyacı zamanla azaltılmadıkça gerek döviz kurundaki yükselme gerekse borç vereceklerin daha yüksek bir getiri talep etmeleri borçlanma maliyetini yükseltebilecektir. Bu arada 1998 yılı içerisinde TÜFE'ye endeksli senetler direkt satış yöntemiyle ihraç edilmiştir. 1998 yılındaki bir diğer gelişme ise Kısa Vadeli Avans kullanımının son bulmasıdır. 1211 sayılı Merkez Bankası Kanununun 50. maddesine göre Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası miktarı söz konusu yıl genel bütçe ödenekleri toplamının yüzde on beşini geçmemek üzere Hazine'ye kısa vadeli bir avans hesabı açacaktır. 1998 ve izleyen yıllar için yüzde üç olarak uygulanacaktır. Düzenleme böyle iken Kısa Vadeli Avans kullanımı 1998 yılında son bulmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri bankacılık sektörünün sorunlarını daha da ağırlaştırmış ve faiz ve kur riski sonucu büyük kayıplara yol açmıştır. Krizler

nedeniyle bankalara olan güven azalmış ve bankaların sendikasyon kredilerini yenilemesi zorlaşmıştır. Bankalar 2000 yılında %35-40 düzeyinde faizlerle aldıkları DİBS'lerden zarar etmişlerdir. 1996 – 2000 yılları arasında tahvillerin payı 1998 yılı dışında sürekli artış gösterirken, Hazine Bonosunun payı yine 1998 yılı dışında sürekli düşmüştür. 1996 yılında tahvilin toplam borçlanma içerisindeki payı %23 iken 2000 yılında toplam iç borçlanmanın %82'sini tahvil oluşturmuştur. Hazine Bonosunun toplam borçlanma içerisindeki payı 1996 yılında %72 iken 2000 yılında %18 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 1998 yılından itibaren Hazine Kısa Vadeli Avansının kullanımı son bulmuştur. 1990'lı yılların ilk yarısında yüksek oranlarda seyreden faiz dışı kamu açıkları, ikinci yarısında ise yüksek reel faizlerin etkisi ile borç stokunda belirgin hale gelmiştir.

Türkiye'de artan kamu açıkları ile birlikte, yüksek enflasyon ve istikrarsız bir ekonomik büyüme sonucu ile birlikte kamu açıklarının hızla artması, kamu borçlarının da hızla yükselmesine neden olmaktadır. Türkiye'de yaşanan istikrarsızlığın temelinde kamu açıklarının artması ve kamunun kendisinin olmayan kaynakları kullanması yatmaktadır. Kamu açığını kapatmak için vergi oranlarını sürekli arttırmak çözüm olmayacağı gibi harcamaların azaltılması da ekonomide ve sosyal hayatta olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Kamu açıklarını finanse etmek için olağanüstü kaynaklar olan para basılması veya borçlanma yolu tercih edilmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde fiyatlar genel düzeyine enflasyon yönünde olumsuz etkileri olmasından dolayı para basılma (emisyon) daha arttıracağından çözüm değildir. Borçlanma ise vergi geliri gibi sürekli finansman kaynağı olmayıp geçici olarak sağlanmış bir finansman kaynağıdır.

Türkiye'de kamu kesimi genel dengesindeki bozulmanın sebeplerinin başında borç faizleri gelmektedir. Kısa vadeli ve yüksek faizlerle borçlanma borç faizlerini en önemli borçlanma sebebi haline getirmiştir. Bu anlamda borç faizleri aynı zamanda kamu açıklarının bir sonucudur.

Devletlerin son çare olarak başvurulması gereken borçlanmalar, elde edilişinin kolay olması ve geri ödemelerinin belli bir dönem sonra olması dolayısıyla öncelikli finansman kaynağı haline getirilmiştir. Fakat bu borçların vadeleri yaklaştıkça ve

anapara miktarındaki artışların faiz ödemelerindeki artışı da beraberinde getirmesi dolayısıyla ekonomi üzerinde ağır bir yük meydana getirmiş ve doğaldır ki bu yük krizlere neden olmuştur (Sugözü, 2009:70-83).

1.1.6. Türkiye'de İç Borçlanma Yöntemleri

Türkiye'de iç borçlanma yöntemleri ise şu şekilde sıralanabilir:

1.1.6.1. İhale Yöntemi

İhale kuralları Hazine tarafından belirlenen ve konusu mal ve hizmetlerin tahsisinin alıcı ve satıcılar arasındaki fiyat rekabetine göre yapılmasıdır. 1985 yılından itibaren uygulanmaya başlayan bu yöntemde 1985 yılı Mayıs ayı ve 1986 yılı Ekim ayı arasında altı aylık Hazine Bonoları ve bir yıllık Devlet Tahvilleri ihraç edilmiştir. 1986 yılı kasım ayı ile bu yöntem daha da yaygınlaşmıştır. 1991 Temmuz ayından itibaren ihaleye katılan kişiler hem miktar hem de fiyat teklif etmektedirler. Hazine, satacağı miktarı gelen tekliflerin uygunluğuna ve kendi nakit ihtiyacına göre belirleyerek ihaleye katılanların teklifleri en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru sıralanmakta, Hazine'nin kestiği miktara denk gelen ortalama faiz oranı ihalede oluşan faizi belirlemektedir. Kabul edilen en yüksek faiz oranının altında faiz teklifi verenler ihaleyi kazanan kişilerdir. Kazananlar teklif ettikleri nominal değerden hazine bonosu alırlar ve kazananlara, teklif ettikleri fiyat üzerinden ödeme yapılmaktadır. Türkiye'de, 1211 Sayılı TCMB kanunu ve 4749 Sayılı Kanunla Merkez Bankası hükümet nam ve hesabına DİBS ihalelerini yapmaktadır. İhale Hazine tarafından duyurulmakta, TCMB ihale tekliflerini Hazineye göndermektedir. Hazine ihale sonucunu TCMB'ye gönderip TCMB'de ihale sonucunu duyurmaktadır. DİBS'ler hak sahibi depo hesabına TCMB'ce aktarılmaktadır. Bu yöntemin katkısı, rekabeti artırarak yüksek gelir sağlamak ve kaynak dağılımında etkinlik sağlamaktır. Ayrıca tekelleşmeyi engeller. Piyasa hakkında bilgi sağlar. Şeffaf ve adildir (Bayraktar, 2011:1-14). İhale yöntemiyle ihraç edilen DİBS'ler iskontolu senetler, enflasyona endeksli senetler, sabit

faizli- kuponlu tahviller, değişken faizli-kuponlu tahviller, gelire endeksli senetlerdir. Devlet iç borçlanma senetlerinin ihale ile satışında kamu finansman açıklarının önemli bir bölümü para ve sermaye piyasalarından karşılanması ile iç borçlanmada Merkez Bankası kaynaklarına başvurma ihtiyacı böylece azalmıştır. Ayrıca çoklu fiyat ihalesinden tek fiyat ihalesine geçilmesi ve daha sonra bunun tekrara değiştirilmesinde öncelikli aracılık sistemine (piyasa yapıcılığı) geçilmesi yapılan önemli değişikliklerden biri olmuştur (Öztürk, 2011:43-44)

1.1.6.2. Satışa Arz Yöntemi (TAP Satışı Yöntemi veya Musluk sistemi)

Ulaşılması zor olduğundan nadir başvurulan bir yöntem 1988 yılından itibaren uygulanmaktadır. TCMB ve bankalar aracılığıyla tüm gerçek ve tüzel kişilere satış yapılır (Bayraktar, 2011:45).

Genellikle piyasada el değiştirmeyen devlet borçlanma araçlarının satışında kullanılan bu yöntem de, bir yıldan uzun vadeli (1-5 yıl) ve faiz ödemeleri 3 ay, 6 ay veya yılda bir faiz ödemeli tahviller ihale dışında Merkez Bankası aracılığıyla sürekli olarak satışa sunulmaktadır. Bu tür tahvillerin faiz oranları değişken olup ihalelerde ortaya çıkan ortalama faiz oranları esas alınarak tespit ve ilan edilmektedir. Piyasalardaki faiz oranlarının yükselmesi karşısında uzun vadeli tahvil satışlarının istenilen seviyede olmaması nedeniyle satışları özendirmek amacıyla iskontolu satışlarla birlikte daha yüksek verim getirecek tahviller de satılabilmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki hazineler, ülkelerindeki enflasyonun düşüklüğünden yararlanarak gerçekleştirdiği bir yıldan uzun vadeli tahvil satışlarının, yakın zamana kadar yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'de normal ihale yoluyla yapılması mümkün olmadığından, Hazine bazen ekonomik durumlara göre bu yöntem ile satışa başvurmaktadır (Öztürk, 2011:45).

1.1.6.3. Halka Arz Yöntemi

1998 yılından beri döviz cinsinden ve enflasyona endeksli senetler de satışına başlanan, küçük yatırımcılara fırsat veren, Hazine'nin acil olarak kaynağa ihtiyacı olmadığı dönemlerde kullanılan bu yöntemde Hazine özellikle, enflasyonist baskıların olduğu dönemlerde toplam talebin kısılması ve ihalelerde oluşan yüksek faizleri dengelemek için bankalar ve Merkez Bankası şubeleri aracılığı ile DİBS'leri doğrudan halka satabilir (Bayraktar, 2011:46) Satış koşulları olan miktar, faiz, satış süresi gibi koşullar Hazine tarafından belirlenirken bankalara, sattıkları miktarların satış hasılatları üzerinden belli bir komisyon öderken satamadıkları miktarı Hazine'ye iade edebilme hakkına sahiptir (Öztürk, 2011:45).

1.1.6.4. Doğrudan Satış Yöntemi (Özel tertip kıymet ihracı yöntemi)

Hazine'nin kamu bankalarındaki işlemleri nedeniyle bankaların zararını karşılamak, mevduata güvence verilmesi nedeniyle oluşan zararları gidermek amacıyla ihraç edilmektedir.1996'dan beri döviz cinsinden ihraç yapılmakta olup nakit girişi sağlamamaktadır. 1998 yılında çıkarılan, TÜFE'ye endeksli senetlerde doğrudan satış yöntemiyle ihraç edilen senetlere bir örnektir (Bayraktar, 2011:47). Bu senetlerin ihracı iç borç stokunu arttırmakta senetlerin faiz ödemeleri nakit olarak gerçekleştiğinden bütçeye gider olarak kaydedilirken senet ihraç edildiğinde ise bütçeye gider olarak kaydedilmeden ödenmekte ve izlenmektedir (Öztürk, 2011:46).

1.1.6.5. Konsinye İşlemler Yöntemi

Konsinye satış işleminde, kıymetin devir alınıp ödemenin ise kıymetin satışından sonra yapılmasıdır. Ancak kıymeti teslim alan kişi kıymetin mülkiyetine sahip olmamaktadır. Bu yöntemde daha önce ihraç edilen DİBS'ler ikincil piyasada Hazine nam ve hesabına TCMB tarafından alınıp satılır. Konsinye tahviller, 1994 Mali Yılı Bütçe Kanunu'nun 31. maddesine göre Merkez Bankası'na tahsis edilmiştir.

Konsinye satışların TAB yöntemiyle yapılan satışlardan tek farkı ise o günkü piyasa faiz oranından satılmasıdır (1994 Bütçe Kanunu, m.31). Uygulamada başvurulan bir yöntem değildir (Bayraktar, 2011:48).

1.2. BORÇ YÖNETİMİ

1.2.1. Borç Yönetiminin Tanımı ve Kapsamı

Sınırsız ihtiyaçların, kamu harcamalarını karşılamak için kamu gelirlerinin yetersiz kalması durumunda her ülkenin başvurabileceği yol borçlanmadır. Devlet borçlarının etkin bir şekilde yönetilmesinde ve düşük maliyetlerle borçlanmak borç yönetiminin konusunu oluşturmaktadır (Kaya, 2006:27). Kamu borçlarının miktar ve bileşiminde belirli ekonomik amaçlara ulaşmak için yapılan düzenlemelere borç yönetimi denir. Borç yönetiminin içeriğine bakıldığında ekonomik denge, bütçe ve ödemeler dengesi gereklerine uygun olarak alınma ve ödenme miktarının ya da zamanının planlanması, borçlanma koşullarının belirlenmesi ve borç türünün seçilmesi de sıralanabilir. Borç miktarını, bileşimini ve koşulların belirlenmesi için ekonomik denge, bütçe ve ödemeler dengesine uygun bir planlaması yapılmalıdır (Batırel, 2007:157-170).

Borç yönetimi politikası, para ve maliye politikaları dışında bir politika olup bu iki politika ile uyumlu ve birlikte uygulanmalıdır. Her iki politikada amaç ekonomik istikrarı sağlamak olup maliye politikasında vergiler ve borçlanma ile para politikasında ise Merkez Bankası tarafından yürütülen para hacmi ve seviyesi etkilidir. Borç yönetiminin iki önemli yönü bulunmaktadır. İlki borç yönetiminde para politikası aracı olarak kullanılan açık piyasa işlemleri tarafından tahvil fiyatları ve faiz oranlarını kontrol altında tutulmaktadır. Hazine tarafından yerine getirilen bu işlem, piyasa şartlarına göre tahvil satmak veya satın almak suretiyle tahvil fiyatlarını, faiz oranlarını ve para miktarını ayarlamaktadır. İkincisi ise bütçe denkliği ile ilişkidir. Bütçenin açık vermesi borçların artışına, tersi durum olan fazla vermesi ise borçların azalışı söz konusudur. Bu durumda borç idaresi de bütçe açıklarının olması durumunda nereden

borçlanarak kapatmak gerektiğini ve bütçe fazlaları ile de hangi çeşit borçların ödenmesinin uygun olacağını tespit etmekle ilgilenmektedir. Sonuç olarak bütçe açık veya fazlalık durumunda borçların toplam miktarı hangi oranda ve koşullar altında arttırılması veya azaltılması konusundaki seçim maliye politikası ile ilişkilidir (Bülbül, 2018:455).

1.2.2. Borç Yönetiminin Kalite Kriterleri

Ülkenin yetkili ekonomik birimleri tarafından yürütülen iç ve dış borç yönetiminin, istenilen, planlanan sonuçları doğurması ve sürdürülebilirliğinin sağlanması için kaliteli olması gerekmektedir. Bu kalitenin ölçülmesinde gerekli olan kriterleri bulunmaktadır.

1.2.2.1. Kredi Maliyetleri

Daha öncesinde yalnızca harcamaların finansmanı sağlamak amacıyla borç bulunabilmesi ve vadesi içerisinde bu borcun ödenebilmesi esas alınırken özellikle 1980'li yıllardan sonra "borcun makul maliyetle karşılanması" ilkesi önem kazanmasıyla borç yönetim birimlerinin bu alanda çalışmaları öncelik haline gelmiştir. Borçlanma için maliyet tanımına esas olan bu iki kavramlar aktif maliyet ve fırsat maliyetidir. Aktif maliyeti borçlanmanın faizi, kurdaki değişmeler ve kredibilite nedeni ile borç yükünün değişmesi oluşturmaktadır. Fırsat maliyeti ise borçlanmanın iç veya dış olarak; faiz tercihinde sabit, değişken, enflasyona endeksli veya bono/tahvil ihraç edilmesi gibi tercihe dayalı maliyetlerden oluşmaktadır. Borç yönetiminin ana maliyetini aktif maliyetler oluşturmakta bu maliyetlerin düşüklüğü de borç yönetiminin başarısını ortaya koymaktadır. Sabit faizli borçlanmada faizin düşük olması tercih edilirken değişken faizli borçlanma da ise piyasa faizindeki yükseliş yönündeki değişiklikler borç servisine ek maliyetlere sebep olabilmektedir. Yabancı cinsinden borçlanma da ise hem faiz maliyeti hem de döviz kurundan kaynaklanan maliyetler etkilidir. Kredi maliyetlerinde kredi değerliliği (rating) ise, hem borçlanan

hem de finansman sağlayan birimler tarafından oluşturulan öncelikle finansman sağlamak isteyen ülkelerde ülkenin ekonomik durumları, planları ve göstergeleri ile kreditörlere başvurulması ve değerlendirilmesini oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının giderek büyümesi, 1970'lı yılların ortasında uluslararası bankaların ve diğer mali kuruluşların bu ülkelere dış borç geri ödeme güçlerine önem vermeden, bu ülkelere kredi vermeleri sonucunda 1980'li yılların başında bir dış borç bunalımı ortaya çıkmıştır. Borç alanların borcu geri ödemelerinin ertelenmesi talepleri, uluslararası sermaye piyasasının işlem hacminin devamlı büyümesi, borç veren kurumlarında ülkelerin kredibilitesine ekonomik risk ve politik risk kavramlarını da ön plana çıkarmıştır.

1.2.2.2. Risk Faktörü

Gelişmekte olan ülkelerdeki borç yönetimi açısından özellikle piyasa riski (market risk), faiz oranı ve döviz kurları gibi piyasa göstergelerindeki değişimlerin ödeme ve borçlanma maliyetlerini arttırma riski olarak tanımlanabilir. Borçlanma maliyetlerinin ana unsuru faiz oranıdır. Faiz oranı riski, piyasa faiz oranındaki değişmelerin, borçlanma maliyeti üzerine yarattığı belirsizlik olup döviz kuru riski ise, döviz kurunda olabilecek dalgalanmalar sonucunda, borcun piyasa değerinin ve bunun sonucu olarak geri ödemelerinin maliyetlerini arttırmasıdır. Borcun alınmasından borcun tamamının ödenmesine kadar geçen süre içerisinde ödenecek toplam tutarı etkileyen bu faktörlerin olumsuz yönde etkileyebilecek her türlü gelişme risk faktörünü etkiler.

Gelişmekte olan ülkeler için borç çevirme riski de piyasa riski kadar önem arz etmektedir. Bir borcun başka bir borç ile kapatılması durumuna gelen ülkeler yeni borçlanmalarını daha ağır şartlarla sağlıyorsa borcu çevirme riski ile karşı karşıyadır. Borcun çevrilememesinin veya çok yüksek maliyetlerle çevriliyor olmasının bir borç krizine ve sonucunda reel ekonomik kayıplara yol açıyor olması durumunda borç çevirme riski piyasalarda güvenin azalmasına neden olmaktadır.

Borçlunun nakit akış yükümlülüklerinin karşılayamaması veya yerine getirememesi durumu genellikle gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan bir durumdur. Gelişmiş ülkelerdeki finans piyasaları derin ve likit değeri yüksektir. Likidite riskinin en aza indirilmesi amacıyla; finansman ihtiyacını belirlemek ve mali piyasalardaki kullanılabilir fon seviyesini doğru ve sürekli olarak takip edilmelidir. Bunun için de özellikle piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulması ve etkin koordinasyonla gerçekleşmektedir. Özellikle piyasa yapıcılığı ile birincil ve ikincil piyasalarda doğru fiyat oluşumunun sağlanması ve etkinliğin arttırılması amacıyla gerekli koşulları sağlayan bazı finansal kuruluşlara belirli ayrıcalıklar sağlanarak piyasa yükümlülüklerin verilmesi amacıyla likidite riskinin asgari düzeyde indirilmesi faydalı olabilmektedir.

Son olarak operasyonel risk ise daha çok sermaye piyasaları tarafından algılanmasına yeni başlamış olan borç yönetim biriminde çalışan kişilerin yaptıkları yanlış hesaplamalar, kullanılan sistemlerden kaynaklanan hatalar veya beklenmedik olaylar sonucu gelişen borç yönetime ilişkin verilerin kaydedilmesi gibi dış etkenler nedeni ile ortaya çıkabilecek zararlardır. Etkin bir borç yönetiminde borç yönetim birimlerinin, eğitimi, sağlıklı kayıt tutma veya verileri yedekleme gibi yöntemlerle oluşabilecek riskler azalacaktır.

1.2.2.3. Şeffaflık

Bir ülkedeki borç yönetimi birimleri tarafından oluşturulan politikaların, hedeflerin, verilerin geleceğe yönelik yapılan programların ve elde edilen sonuçların gerek ulusal gerekse uluslararası kamuoyunun bilgisine açık olması borç yönetiminde şeffaflığını ifade etmektedir. Şeffaf borç yönetiminde yerli ve yabancı kreditörlerin güveninin kazanılmasında, borçlanma maliyetinin ve riskinin azalmasında önemli bir oynayacağı gibi yatırımcıların finansal yapılarını kuvvetlendirilebilmeleri açısından büyük önem taşımaktadır. Ayrıca başarılı bir borç yönetimi için zorunlu bir koşul olarak da sunulmaktadır (Kaya, 2006:43-49).

1.2.3. Borç Yükü ve Gelir Dağılımı

Devlet borçlarının ekonomi üzerinde yük etkisi vardır. Devlet borçlandığı borç miktarı kadar kullanırken yurtiçi tasarrufları azalır. Alınan borçların anapara ve faiz ödemelerinin bütçe üzerindeki etkisi de önemlidir. Ayrıca devletin gerek kısa dönemde gerekse uzun dönemde borçlanması para ve sermaye piyasalarındaki kullanabilir sermaye üzerinde de etkilidir. Günümüzde devletlerin borç miktarının ve bu borçların da faiz ödemelerinin çok olması nedeniyle borç yükü ile endişeleri bulunmaktadır. Eğer bir ülkede ulusal gelirin artışı, borç artışından fazla ise borç yükü azalacaktır. Ancak ulusal gelirin artışı borç artışından çok daha az ise ülkedeki borç yükü artmaktadır. Devletin borç yükünün bütçe üzerindeki etkisini ve ağırlığını, borçların anapara ve faizlerini, genel bütçe vergi gelirleri toplamına oranlayarak da bulabiliriz. Devletin borcunun olması borcun anaparası ve faizinin her zaman bir yük yüklemesi ve bu borçların anapara ve faizinin de genel bütçe gelirinden özellikle vergi ile sağlamaktadır (Kalenderoğlu, 2002:233).

Borç yükünün hafifletilmesinde borçlanma zamanı ve çıkarılacak tahvillerin vadesinin iyi seçilmesi önemlidir. Ekonominin durgunluk döneminde daha düşük bir faiz yükü ile borçlanılmaktadır. Borçlanılan dönemlerde devlet yetkilileri borçlanma koşullarının ileride aleyhine değişmeyeceğini yani faizlerin yükselmeyeceğini sağlıklı bir şekilde tahmin edebiliyorsa en doğru politika kısa vadeli borçlanmaya gitmek sonrasında vade bitiminde yeniden kısa vadeli borçlanmaya başvurmaktır. Eğer gelecekte faizlerin yükseleceğini tahmin ediliyorsa da bu durumda devlet uzun vadeli borçlanmaya gitmesi gerekmektedir (Uluatam, 2005:429).

Borçlanmadan dolayı katlanılması söz konusu olan yükün toplum bireyleri arasındaki dağılım iç borçlarla ilgili olarak ortaya çıkan en önemli sorunlardan biridir. Borçlanma nedeniyle bazı kişilere yapılan faiz ödemeleri ve bunun için herkesten alınan vergiler sonucu yaratılan fayda ya da maliyet toplumun gelir dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Günümüzde borç yükü ile ilgili farklı görüşler olsa da klasik yazarlar, borç yükünü, borçlanmanın yapıldığı zamandaki neslin taşıyacağını ileri sürerken, gelecek nesiller için de bir yük olmayacağı görüşü de bulunmaktadır. Borcun, süresi ve sağlanan avantajlar toplumun çeşitli kesimlerinde değişik boyutlarda

etkileri bulunmaktadır. Öyle ki, bir taraftan borç alınan fonlar ile gerçekleştirilen faydaların dağılımı, ekonomik dengeyi koruyucu, kalkınmayı hızlandırıcı etkiler yaratırken, diğer taraftan borcun vadesi, anapara ve faiz ödemelerinin finansman biçimi toplum kesimleri üzerine etkili olabilmektedir. Bir ülkenin kalkınma derecesinde, kalkınmışlık düzeyine bağlı olarak gelir dağılımındaki dengesinin artığı ve azaldığı görülmektedir. Borçlanma ilk etkisi itibariyle gelir ve servet dağılımını değiştirmemekte transfer harcamaları grubunda yer alan faiz ödemeleri gelir dağılımını değiştirmektedir. Böylece devlet borçları, gelirin yeniden dağılımı açısından etki yaratması, vergi sisteminin yapısına ve borç tahvillerinin dağılımına bağlıdır. Vergi sisteminin artan oranlı olduğu ve borç tahvillerinin de aynı doğrultuda olduğu varsayımında gelir düzeyi arttıkça tahvile sahip olma olanağı da artacaktır. Ancak vergiler ile tahvil sahipliğinin artan oranlılığı aynı doğrultuda ise borç ödemeleri gelir dağılımında etkisi olmayacaktır. Gelir dağılımındaki değişimi, kamu borçlarının finansmanında yararlanılan kaynakların yapısı, borç verenlere sağlanan çıkarlar ve bunların gelir grupları itibariyle dağılımı da ilgilidir. Devlet, günümüzde vergi almak yerine borç alarak belirli toplumsal faydaları yaratmakta ancak gelecekte alacağı vergilerle, borç yükünü finanse etmek yoluna gitmektedir. Toplumun bugünkü refah düzeyine, gelecek nesiller katkıda bulunmuş olmaktadırlar. Devlet borçlanması, geliri yeniden dağıtıcı etki yaratmaktadır. Borçlanma sonucunda yaratılan fonlarla gerçekleştirilen hizmetlerin katkıları, gelecek nesilleri etkilemekle birlikte daha çok bugünkü nesile yöneliktir. Şöyle ki borç uygulaması bugün vergi almanın bir alternatifi, borçlanma yoluyla elde edilen gelirler ise gelecek yılların gelirleri üzerine yapılmış bir avans özelliği taşımaktadır (Akdoğan, 2009:463).

1.2.4. Devlet Borçlarının Yönetimi

Borç yönetimi, vadesi gelen borçların geri ödenmesi, faiz ödemelerinin finansmanı ile yeni borçların yarattığı açık bütçe sorunları ve mevcut borçların ileride geri ödendiğinde yaratacağı ekonomik sıkıntıların giderilmesi konularıyla ilgilenmektedir. İyi bir borç yönetiminin amacı, değişik borç yapılarından oluşan kamu ekonomisinin kaynak ayırımında etkinliği, gelir dağılımında adalet ve ekonomik

istikrarı sağlama fonksiyonlarını olumsuz yönde etkilemesini önlemeye yönelik olmalıdır. Borçlanma sonucunda kişi ya da kurumlara yapılan belli bir faiz ödemesi yapılmasını nedeniyle gelir dağılımında bozucu etkiler yaratır. Bu nedenle borç yönetiminin amacı, adil gelir dağılımında sapmalara yol açan faizleri aşağı çekmek olmalıdır ki devlet borçlarının ve faiz ödemelerinin geri ödemesi genellikle düşük ve orta gelir grubundaki kişilerin ödeyecekleri vergilerle finanse edilebilmesini sağlamalıdır. Hazinenin Merkez Bankası ile birlikte ekonomik istikrarı sağlamak için uyguladığı politikalarda sorun yaşanmaktadır. Hazinenin borç yönetimi politikası borç faizinin mümkün olduğu kadar düşürülmesi gerektiği halde, talep enflasyonu sırasında ise, Merkez Bankasının faiz oranlarını yükseltmesi gerekmiştir. Böylece konjonktürün depresyon dönemlerinde faizlerin düşme eğiliminde olduğu sırada hazinenin uzun vadeli devlet kağıdı satması ile sağlanabilirken, faiz oranlarının yükselme eğilimine girdiği refah dönemlerinde ise kısa vadeli devlet tahvili satması gerekmektedir. Böylece devlet kağıtlarının faiz maliyeti en düşük seviyede olacaktır. Ancak devletin uzun vadeli devlet kağıdı satması, para piyasalarındaki ödünç verilebilir fonları azaltacağı için, Merkez Bankasının politikalarıyla çatışması sonucunda özel yatırım düzeyi giderek düşer. Buna karşın talep enflasyonu söz konusu olduğu dönemlerde ise yüksek seviyedeki faizleri düşürmek için mevcut devlet borçlarının miktarını düşürmek, artan toplam talebi ve piyasadaki borç verilebilir fonları azaltmak amacıyla, devlet istikrarını sağlamak için borç faizlerini en düşük biçimde hazine kağıtlarının satılması tercih edilmektedir (Şener, 2014:417-420).

Borç yönetimi gerek maliye politikası gerek para politikası ile ilişkilidir. Borç yönetiminin amacı ekonomide maksimum fayda yaratılarak borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklardan en az maliyetle borç yükünden kurtulmaktır. Borç yönetiminde belli ekonomik hedeflere ulaşmada katkı sağlayacak borcun miktar ve bileşiminde yapılacak düzenlemeleri de kapsamaktadır.

Borç yönetiminde birbirleriyle bağlantılı iki yönlü vardır: açık piyasa işlemleriyle para arzını kontrol edilmesi ve bütçe denkliği (Pehlivan, 2001:238).

Ekonomik dengenin sağlanması için kamu borçlanmasının miktar ve bileşiminde bir takım düzenlemeler yapmak borç yönetiminin konusudur. Borç yönetimi politikası

para ve maliye politikası ile birlikte kullanıldığında etkili sonuçlar vermektedir. Borçların miktarı, borçların ağırlığının ilk belirtisi olmakla birlikte ağır borç yükü borçların ödenmesini zorlaştırdığı gibi yeni borçlarında alınmasını zorlaştırır. Gelişmekte olan ülkelerde borç miktarı ne kadar yüksekse ekonomide meydana getirdiği olumsuz etkilerde o kadar fazla olmaktadır. Olağanüstü borç verme işlemlerinden olan konsolidasyon(tahkim); kısa süreli borçların uzun vadeli ya da süresiz borçlara dönüştürülmesidir. Bunun karşılığı olarak alacaklılara faiz ve vergi avantajı sağlamaktadır. Konversiyon ise borç yükünün hafifletilmesi için faiz oranı yüksek tahviller düşük faizli tahvillerle değiştirilir. Moratoryum ise, vadesi gelmiş borçlara ilişkin herhangi bir düzenleme yapılmadan ya da olmaksızın borç ödemesinin borçlu tarafından tek taraflı olarak ertelenmesini ya da ödenmemesini ifade eder. Ancak bu durum hem iç piyasada hem de dış piyasada devletin borçlanma kapasitesini ve itibarını düşürür (Işık vd., 2004: 202).

1.2.5. Devlet Borçlanmasının Etki ve Sonuçları

Devlet borçlarında etkisinde borçlanmanın kaynaklarına göre farklılıklar göstermektedir. Örneğin, devletin bireylere borçlanmasında piyasadaki para hacmi daralırken, bankalardan borçlanmada tersi durum olan piyasada genişletici etki yaratabilir. Bankalar aldıkları hazine bonoları ile piyasada kolayca paraya çevirebilir. Repo adı verilen uygulama ile elinde hazine bonosu bulunan bir banka, nakit paraya ihtiyaç duyduğunda elindeki hazine bonolarını kısa vadenin sonunda tekrar geri satın almak vaadiyle satarak ihtiyacı olan parayı temin edebilir (Pehlivan, 2001: 239).

Borç alındığı zaman iç veya dış borç yapılmaksızın yeni fon kaynakları oluşur. Borçlanmanın maliyetinin yüksek oluşu ve faiz oranları ile kullanacağı alana göre farklı etkiler ortaya çıkmaktadır. Alınan iç borçların verimli alanda kullanılmaması, geri ödeme süresinin kısa olması ve faiz oranlarının yüksek olması gibi ekonomi yönünden katlanılması güç durumlara sebep olarak, vergi gelirlerinin de borç ödemelerine ayrılması durumunda devletin diğer görevlerini yapmasına engel olmaktadır. Ayrıca özellikle dış borçların ödenmesinde karşılaşılan zorluklar döviz

gelirlerinin yetersizliği nedeniyle az gelişmiş ülkeler gelişmiş ülkelerin baskısına maruz kalabilmektedir. Günümüzde devlet fonksiyonlarını değişmesi ve artması, bilimsel ve teknolojik gelişmeler, yeni yatırım alanların ortaya çıkması ile artan çeşitlilik durumunda kamusal hizmetlerin normal bir gelir kaynağı olan vergiler ile finanse edilmeye çalışılması ancak karşılanamaması durumunda ise ortaya çıkan bu durumda borçlanmaya başvurarak özellikle az gelişmiş olan ülkelerde olağan bir hale gelmiştir. Devletin iç borçlanmayı daha çok ekonomik istikrar ve dengeyi sağlama amacı ile kullanması, dış borçlanmayı ise kalkınma amaçlı olarak kullanması daha uygun iken günümüzde gelişmiş ülkeler dahil olmak üzere devlet borçları ciddi seviyelere ulaşması durumunda ekonomik yapı ve toplumsal düzen üzerinde çeşitli etkilere sebep olmaktadır (Işık vd., 2004: 201).

Borç faizlerinin geri ödenmesi nedeniyle gelir dağılımı bozulmaktadır. Borç faiz ödemeleri arttıkça borç yükünü genellikle düşük ve orta gelir grubundaki vergi mükellefi kişilerin ödedikleri tüketim ve özel tüketim vergileri arttırılarak karşılanmaktadır. Borç faiz oranının yüksek olması, fiyatlar genel düzeyi, dış ödemeler bilançosu ve ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilemiştir. Devlet kağıtlarının kişilere, ticari bankalara ve firmalara satılması durumunda piyasada satın alma gücünde ortaya çıkan değişiklikler sonucunda bütçe çarpanını etkilemesi ile ekonomide daraltıcı ya da genişletici etkiler ortaya çıkmaktadır. Eğer devlet borçlanması Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesi durumunda enflasyonist etki yaratmaktadır. İşsizliğin yoğun olduğu bir durumda ise devlet borçlanması çok önemli bir enflasyonist baskı yaratmaz ancak oldukça yüksek arz elastikiyetiyle mal ve hizmet üreten önemli endüstrilere devlet kağıtlarının satılması fiyatlar genel seviyesini yükseltir ki fiyatlarda ortaya çıkan bu artış yüksek düzeylerde ortaya çıkamamaktadır. Devletin borçlanma yoluyla elde ettiği gelirleri artmakta olan kamu harcamalarının finansmanında kullanılması, hem üretim üzerinde hem de işsizliğin önlenmesinde katkıda bulunacaktır. Tam istihdam düzeyine yaklaştığında, eğer borçlanma ile elde edilen gelirle finanse edilen kamu harcamalarındaki artış, ekonominin diğer sektörlerindeki harcama artışlarıyla dengelenmemesi durumunda borçlanmanın etkisi fiyatlar genel seviyesinin yükselmesine neden olmaktadır. Devlet borçlarının gelirin yeniden dağıtımına yol açan etkileri devamlı olarak fiyatların

yükselmesine neden olmamaktadır. Çünkü, devlet tahvilleri faiz gelirlerini elde üst gelir gruplarının marjinal tüketim eğilimleri küçük olduğundan, bu gruptaki harcamalarıyla enflasyonist eğilim yavaşlayabilecektir. Devlet borçlarında daha çok üst gelir grubundaki kişiler yararlandıkları için borç faizi arttıkça girişimcilerin yatırımlarını giderek azalttıkları gözlemlenmiştir. Bunun sonucunda büyük firmalar, uzun bir süre kendi faaliyet alanlarında yatırım yapmadıklarından toplam arz azalarak yapısal enflasyon için uygun bir ortam oluşmaktadır (Şener, 2014:426).

1.2.5.1. Ekonomik Denge ve Devlet Borçlanması

Devlet borçlarının tüketim ve üretim düzeyi üzerinde çeşitli etkileri bulunmaktadır. Devlet borçlanmasının tüketim düzeyi üzerindeki etkisi daraltıcı ve genişletici olmak üzere iki etkiye sahiptir: Daraltıcı etki ile devlet borçlanmasında vergi kadar olmasa da satın alma gücü üzerinde daraltıcı bir etkisi vardır. Özellikle enflasyonist dönemlerde ekonomideki satın alma gücündeki daraltıcı para ve maliye politikaları yanında uygulanabilen bir niteliğe sahip olan borç yönetimi politikası ile sağlanan fonların kullanımı ile yakından ilgilidir. Genişletici etkide, devlete borç vermiş kişi ve kurumların ileride bu paraları faiz ve diğer çıkarlarıyla geri alacaklarını düşünüp mevcut harcama düzeyini yükseltmeleri sonucudur. Bu etkinin tam istihdam düzeyinin söz konusu olmadığı ülkelerde olumlu etki ile gelir ve istihdam düzeyinin yükselmesini sağlarken para ve maliye politikası ile uyumlu bir şekilde uygulandığında borç yönetimi politikası ekonomik dengeyi sağlayıcı söz konusu politikalara önemli ölçüde yardımcı olabilecektir.

1.2.5.2. Ekonomik Kalkınma ve Devlet Borçlanması

Devlet borçlanması ekonomik kalkınma açısından önemlidir. Kalkınmaya yönelik borçlanmanın verimli yatırımlara dönüştürülmesi ile gerçekleşir. Verimli yatırımlara yöneltilmiş borç çarpan etkisi ile yeni yatırım hadlerinde bir yükselme yarattığı ölçüde bu yatırımlarla ilgili olarak çarpan katsayısı kadar artış olacaktır.

Yatırımlara kanalize edilen devlet borçları sonucu sağlanan fonlar, bireysel gelir düzeyini yükseltici etki yaratacak ve hızlandırıcı yöndeki fonksiyon ile ek yatırımlar yapılmasını sağlayacaktır. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde borçlanma yapılırken ve sağlanan fonlar kullanılırken verimliliğe ve etkinliğe özen gösterilmesi ve ekonominin ihtiyacı olan alanlarda verimli bir şekilde değerlendirilmesidir. Günümüzde özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dış kaynakların önemli bir fonksiyonu vardır. Dış yardım desteği ile kalkınma modeli, özellikle İkinci Dünya Savaşından sonra çok yaygın ve sıradan hale getirilmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerin dünya barışı ve güvenliği sağlamak için az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere yardım zorunluluğu etkili olmuştur. Kalkınma amacına yönelik borç uygulaması yalnızca iç borç kaynakları ile yeteli finansal güç yaratamaz. İç borçların, kalkınma girişimine yeterince destekleyememesi ve gerekli fonları yaratamaması nedeniyle dış borç kaynaklarına başvurmak bir zorunluluk olmuştur. İhtiyaç duyulan dış finansman sağlanması ve iç finansal kaynakların yetersizliğinin telafi edilmesi dış kaynaklara başvurulmasını zorunlu hale getirmektedir. Çeşitli ülkelerden ve uluslararası mali kuruluşlardan sağlanan dış borçların elde ettikleri aşamada olduğu kadar kullandıkları ve geri ödedikleri aşamalarda da çok dikkatli ve önemlidir. Etkin bir borç yönetimi borçlanmayla güdülenen amaçlara ulaşmada önemlidir. Kalkınma çabası içinde bulunan ülkelerin gelişmiş ülkelere yönelmesinde sermaye ihtiyaçlarını gidermek istemeleridir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kalkınmada karşılaştıkları en önemli sorunlardan birisi, dış borçların yarattığı "borç yükü" olup alındığında ülke ekonomisine katkıda bulunan dış borçların, geri ödemeleri sırasında ekonomik açıdan olumsuz yönde etki yaratırlar. Dış borç veya dış tasarruf kullanımının gelecek dönemlerin iç tasarruflarının bugünden kullanımı şeklinde düşünülebileceği ve gelecek nesillerin vergi borç yükünü ağırlaştıracağı göz önünde bulundurularak gerek dış borç gerekse sağlanan fonların rasyonel bir şekilde kullanımında dikkatli olunması gerekmektedir (Akdoğan, 2009:462-464).

1.2.6. Türkiye'de Borç Yönetimi

Cumhuriyetin ilan edildiği tarihten itibaren Osmanlı Devleti'nden devralınan dış borçlarla birlikte Türkiye Cumhuriyeti'nde görev alan hükümetlerde borçlanma sorunu ile karşı karşıya kalmıştırlar. Türkiye'de "borç yönetimi" kavramı yakın tarihimize kadar ciddi olarak ele alınmamıştır (Kaya, 2006: 50).

Borçlanma ve nakit yönetimi, 1983 yılı sonuna kadar Maliye Bakanlığı tarafından yerine getirilmiş ancak 1983 ve 1986 yıllarında yapılan değişikliklerle borç ve nakit yönetimi bütçe yönetiminden ayrılarak bu yetkiler Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir. 1986 yılına kadar bütçelerde borçların hem anaparası hem de faizi gösterilmiş bu tarihten itibaren de bütçe kanunlarında sadece faiz ödemelerine yer verilmiş olup borç anapara ödemeleri ise Hazine Müsteşarlığı içinde yer alan " Devlet Borçları Saymanlığı" nca izlenmeye başlanmıştır. Günümüzde kamunun borçlanma yetkisi ve borç yönetimi Hazine'den sorumlu devlet bakanının yetki ve sorumluluğu altında Hazine Müsteşarlığı sorumludur (Kaya, 2006: 55). Hazine Müsteşarlığı'nın borç yönetiminde esas aldığı temel şartlar aşağıda yer almaktadır:

- Borcun anapara ve faiz itfalarının (ödemelerinin) düzenli yapılması,
- Borcun reel faizinin düşürülmesi,
- Borcun ortalama süresinin (vadesinin) uzatılması,
- Borç sepetinde Türk Lirası'nın ağırlığının arttırılması,
- Ekonomide optimal likiditenin sağlanması,
- Borç yükünün Maastricht kriterleri olan % 60 oranın düşürülmesi (Üye ülke devlet borçlarının GSYH'sına oranı %60'ı geçmemeli) dir (Bülbül, 2018:460).

4059 sayılı kanuna göre iç borçlanmaya ilişkin faaliyetlerin yürütülmesi ve dış borç ödemelerinin yapılmasından Müsteşarlığa bağlı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, dış borçlanmaya ilişkin faaliyetlerin yürütülmesinden ise Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü sorumludur (Çelik, 2018: 326)

1980 sonrasında önemli bir yıl da 1994 yılıdır. Dünya çapındaki kredi kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri nedeniyle piyasanın olumsuz

etkilenmesi beraberinde hükümetin likiditeyi emme çabalarında başarısız olması sonucunda 19 Ocak 1994 tarihinde bir para krizi yaşanmıştır. Bu kriz sürecinde Hazine piyasayı kontrol altına almak amacıyla iç borçlanma yoluna gitmiş ve piyasaya % 90 oranlı faizli bonolar ihraç yapmıştır. Daha sonra kriz, 5 Nisan 1994 tarihli istikrar paketini de beraberinde getirmiş, bu paketin uygulamaya girmesinden kısa bir süre sonra da iç borçlanmalar yönünden hazine bonolarının sürelerinin uzatılmasına ve faizlerin ise düşürülmesi hedeflenmiştir. Ayrıca bu dönemde Hazine'nin Merkez Bankası'ndan aldığı avans miktarı da azaltılmaya başlanmıştır. 1994 yılına kadar %15 olan bu oran 1995 yılından itibaren kademeli olarak azaltılması ve 1998'de %3'e inmesi hedeflenmiştir (Kaya, 2006: 56).

1999 yılından sonra hazırlanan ekonomik programdan sonra 2000 yılı için bir borçlanma politikası ortaya konulmuş bu politika ile hem kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılması hem de toplam borçlanma içerisindeki iç borçlanmanın payını düşürülmesi hedeflenmiştir. 2000 yılında uygulanmaya başlayan kur çıpasının sonucunda bankalar için döviz kuru riskinin hafiflemesi ile bankalar dövizle borçlanmak suretiyle edindikleri kaynakları DİBS'lere yatırmasıyla bankaların artan DİBS talepleri iç borçlanma faizlerinin düşmesine neden olmuştur. Hem borçlanma oranlarının düştüğü ve hem de maliyetlerin azaldığı bu yılda borç yönetimi anlamında olumlu bir adım olan gelişmiş ülkelerin borç yönetim birimlerinde uygulanmakta olan " Piyasa Yapıcılığı Sistemi " Türkiye'de uygulanmaya başlanmıştır. Hazine Müsteşarlığı'nın belli kriterlere göre seçtiği piyasa temsilcisi bankalar aracılığıyla DİBS'lerin birincil ve ikincil piyasalarda etkin şekilde ihraç edilmesini hedeflemiştir. Sistemin başlangıçtaki hedefleri az sayıda ihraç yaparak yatırımcıların adapte edilmesi ve likiditenin azaltılmasıdır. Ancak bu program Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki krizlerle sekteye uğramış iç borçlanma açısından da hem yüksek faiz hem de çok ağır bir borç yükü ile karşı karşıya bırakılmıştır (Kaya, 2006: 71). Türkiye'de Eylül 2002 yılında çıkarılan 24863 sayılı Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyon ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik ile borç yönetiminin temel ilkeleri şöyle belirlenmiştir:

-Makroekonomik dengeleri gözeterek para ve maliye politikalarıyla uyumlu, sürdürülebilir, saydam ve hesap verilebilir bir borçlanma politikası izlenmesi,

-Finansman ihtiyaçlarının, iç ve dış piyasa koşulları ve maliyet unsurları göz önüne alınarak belirlenen risk düzeyi çerçevesinde, orta ve uzun vadede mümkün olan en uygun maliyetle karşılanması ilkeleri esas alınır.(www.mevzuat.gov.tr)

Borç yönetimi ile görevli temel kuruluş olan Hazine Müsteşarlığı devlet borçlarının finansman ve yönetim maliyetini azaltmaya çalışırken para politikasını yürütmekte görevli olan Merkez Bankası'nın politikalarıyla etkileşim halindedir. Hazinenin temel amaçlarından olan borç yükünün azaltılması ile Merkez Bankası'nın temel görevlerinden olan fiyat istikrarını korunması bu iki temel amaçlar arasında işbirliği olduğu gibi para ve borçlanma konusunda da zaman zaman kurumlar arasında çatışma olduğu da görülmektedir (Uluatam, 2005:439).

Ülkemizde borç stokunu arttıran sebeplere bakıldığında;

-Yüksek Bütçe Açıkları: bütçe belirli bir dönem içinde elde edilecek geliri ve yapılacak harcamaları düzenleyen belge olup ülkemizde yıllarca süren bütçe açıkları her daim yüksek seviyelerde görülmüştür. Vergi gelirlerinin yetersiz kalması durumlarında bu açıkları finanse etmek için borçlanmaya başvurulmuştur.

-Hazine Garantileri: Kamu kurum ve kuruluşlarının dış finansman kaynaklarından sağladıkları kredilerin geri ödenmesindeki sorumluluklarının zamanında yerine getirilmemesi, Hazinenin de devletin dış kredilibitesini düşürmemek için bu borçları üstlenmesi ile vadesi geçmiş alacak stokunun sürekli artmasına bu durumun da mali piyasalar üzerinde hem nakit akımı üzerinde olumsuz etkiler yaratmış hem de borç stokunu arttırmıştır.

-Borçların Tahkimi: Borçlarını ödemeyen başta KİT'ler ve belediyelerin borçları için tahvil yoluna gidilmiştir. Bu durum mali disiplinsizliğe neden olmakla birlikte T.C. Merkez Bankası'na kağıt verme yoluna gidilmesi ve Hazine tahkim kanunları ile gecikmiş borçları üzerine almıştır.

-Görev Zararları: KİT'lerin ve kamu bankalarının görev zararları borç stoğunu arttıran önemli nedenler olmuştur. Sürekli artan görev zararları sonucunda bankaların mali dengesi tamamen bozulmuş olup likidite yetersizliği sermaye transferi ile kapatılmaya çalışılsa da kamu bankalarının aşırı likidite ihtiyaçları tüm bankacılık sistemini etkilemiştir.

-Vergi Gelirlerindeki Yetersizlik: Gerek vergi tabanındaki genişlemenin sağlanamaması ve gere kayıt dışı ekonomi nedeniyle vergi gelirlerinde yeterli seviyede artışa ulaşılamamıştır. Özellikle 1990'lardan itibaren artan kamu harcamaları ve bu harcamaları karşılayamayan vergi gelirleri kamu açıklarını daha da artmasına neden olmuştur.

-Yüksek Faiz Oranları: Yeterli olamayan tasarruf oranının büyük ölçüde artan kamu açıklarını kapatmak amacıyla kullanılması da ekonomiyi olumsuz etkilemiş sonucunda reel faizlerin artmasına neden olmuştur. Bu artışlar kamu borçlanma maliyetini de arttırmıştır (Bülbül, 2018:457,458).

Tablo 5: Türkiye'nin Borç Yükü

Milyar TL	**2002**	**2008**	**2010**	**2016**
Toplam Hazine Borç Stoku	242,7	380,3	473,5	759,6
İç borç Stoku	149,9	274,8	352,8	468,6
Dış borç Stoku	92, 8	105,5	120,7	291,0
KİT Borçları	27,6	69,0	64,3	38,0
İç Borçlar	15,8	62,6	55,9	31,8
Dış Borçlar	11,8	6,4	8,4	6,2
Belediyelerin Banka Borçları (2016 verisi tahmindir)	1,3	7,6	5,9	15,0
KAMU KESİMİ TOPLAM BORÇ STOKU	**271,6**	**456,9**	**543,7**	**803,8**
Özel Kesim Toplam Kredi Borç Stoku	87,8	396,4	507,5	1.709,5
Hane halkının Bankalara Borcu	6,6	118,0	174,3	439,8
ÖZEL SEKTÖR+HANEHALKI BORÇ TOPLAMI	**94,4**	**514,4**	**681,8**	**2149,3**
TOPLAM	**366,0**	**971,3**	**1.225,5**	**2.953,1**

Kaynak: (Eğilmez, 2017)

Tablodan çıkan sonuçlara bakıldığında; Hazinenin dış borcu 14 yılda 3 kattan fazla artmış, KİT borçlarında fazla değişim göstermemiş, Belediyelerin bankalara borçları da 10 kattan fazla artmıştır, toplam kamu borçlarındaki artış Hazine borçlarındaki hızlı artış nedeniyle yaklaşık 3 kat olmuştur, Bankalar haricinde kalan özel kesim kuruluşlarının banka kredi borçları yaklaşık 20 katlık bir artış sonucu 1,7 Trilyon TL'ye ulaşmıştır. Hane halkı 2002 yılında borçsuz durumda iken 2016 yılında 440 Milyar TL borçlu duruma düşmüştür. Türkiye'nin toplam borcu bu dönemde 8 kattan fazla artarak yaklaşık 3 Trilyon TL'ye ulaşmıştır (Eğilmez, 2019:69)

Tablo 6: Türkiye'nin 2008-2019/6 Arasında Toplam İç Borç Stoku

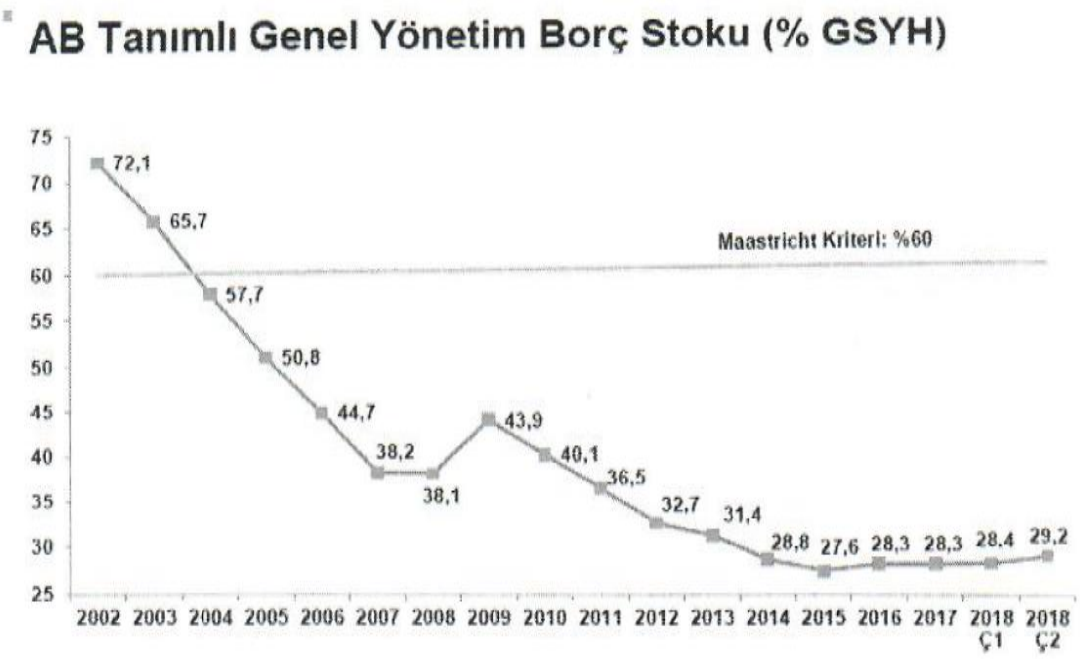
İÇ BORÇ STOKU

Milyon ₺	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 Haz
TOPLAM İÇ BORÇ STOKU	**274.827**	**330.005**	**352.841**	**368.778**	**386.542**	**403.007**	**414.649**	**440.124**	**468.644**	**535.448**	**586.142**	**676.158**
NAKİT	**248.691**	**313.232**	**350.379**	**366.355**	**384.672**	**401.754**	**414.000**	**440.077**	**468.598**	**535.402**	**586.097**	**651.831**
TAHVİL	234.713	299.196	340.854	366.355	380.988	401.754	414.000	440.077	467.574	534.428	580.601	643.308
BONO	13.978	14.036	9.525	0	3.684	0	0	0	1.025	974	5.495	8.524
NAKİT DIŞI	**26.136**	**16.772**	**2.463**	**2.424**	**1.870**	**1.253**	**648**	**48**	**46**	**46**	**45**	**24.326**
TAHVİL	26.136	16.772	2.463	2.424	1.870	1.253	648	48	46	46	45	24.326

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019

Sonuç olarak, kamu harcamalarındaki artışlar kamunun borçlanmasında sebep olmaktadır. Eğer özel kesim tarafından yatırımlara dönüştürülecek fon ve tasarrufların kamu elinde verimli kullanılmaması olumsuz etki yaratmaktadır. Kamunun alıcı olarak güçlü şekilde girdiği mali piyasalarda devlet özel kesim aleyhine haksız rekabet oluşturmaktadır. Fon sağlayanlar riskli özel kesim yerine hiçbir zaman batmayacağını düşündükleri daha güçlü gördükleri kamuya yönelecektir. Devletin piyasada önemli müşteri olarak mali piyasadan ölçüsüzce fon toplaması, fon kullanarak yatırım yapmak isteyen özel kesimin önüne set koymaktadır. Kamunun piyasalardan borçlanması, Maastricht Kriteri (GSMH'nın %60) olarak bilinen oranı 2001 yılından sonra artışları olduğu görülmektedir. Kamu borçlanmasında üye ülke devlet borçlarının GSYH'sına oranı %60'ı geçmemelidir.

Tablo 7: AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (%GSYH)



Kaynak; Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018

1990-2005 yılları içerisinde Türkiye'de kamu borçlanması vergi gelirleri gibi asıl kamu finansman kaynağı gibi düşünülmüş olup kamunun borçlanması her defasında daha fazla faiz gibi gelirler tahvil veya bono alıcısına sunulmuştur. Kamu kesime özel girişime kullanacağı uygun fon bulma imkanı yaratmamıştır. Sonucunda yatırımlar engellenmiş istihdam istenilen düzeyde olamamıştır. Kamunun borçlanma ile kullandığı fonlar yine borç ve faiz ödemesinde olmak üzere cari harcamalar için gerçekleşmiştir. Sonuç olarak yaşanan bu durumlar ülkenin hem içeride hem de dışarıda güvenilirliğini zedeleyerek uygun ve elverişli dış borç bulamamasına neden olarak dış borç stoğu da yüksek maliyetlerle artmıştır. Son olarak da ülkemiz sayısı 20'yi bulan (*Türkiye 14 Mayıs 2013 tarihinde IMF'ye olan borcun son taksitini ödemiştir ve IMF'yle borç ilişkilerini sona erdirmiştir*) IMF ile müşterek istikrar programa maruz kalmıştır (Çataloluk, 2009:240-258).

1.2.7. Kamu Borçlarının Sona Ermesi

Borçların olağan yollarla vadesi geldiğinde ödenmesi, borcun itfası veya borcun amortismanı olarak ifade edilmektedir. Borçların genel olarak itfa ile sona erdirilmesi genel kural olmakla birlikte, borçlar her zaman itfa ile sona ermemektedir.

1.2.7.1. Borcun İtfası (Ödeme)

Devlet borçlanma senetlerinin ihracı ile birlikte vade tarihi geldiğinde söz konusu borçların anapara ve faizi ile birlikte ödenerek sona erdirilmesidir. Bu yöntem borcun olağan yöntemlerle sona ermesidir. Borçların itfası devlete duyulan güvenin ve gelecekteki borçlar bakımından önem arz etmektedir (Köktaş, 2014:429).

Devlet bazen borcun geri ödenmesinde güçlükler yaşayabilmektedir. Borcun vadesi dolduğu halde devlet borcunu ödeyememesi temerrüt (default) durumunda kalabilmektedir. Devlet borçlanmanın getirdiği sorumluluklarını kabul etmekte ancak sözleşmenin getirdiği şartları yerine getirme gücünden yoksun kalmaktadır. Bu durum kamuya olan güveni olumsuz etkiye neden olmaktadır. Temerrüt olaylarına birçok ülke maruz kalmış olmakla birlikte rn büyük ekonomiye sahip olan başta ABD, Almanya, Japonya ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin de olduğu 83 ülke zaman zaman temerrüde düşmüşlerdir. Özellikle ABD bugüne kadar 4 kez iflas etmiş ve son iflasını da 1933 yılında yaşamıştır. Ülkemizde 5 Ağustos 1958'de borçların temerrüdü sonucunda moratoryum (borçlunun ödeme gücünü kaybetmesi sonucunda borcun tamamen veya bir kısmını ödeyemeyeceğinin ilan etmesi olup borçlu ve alacaklı arasında borcun yeniden yapılanmasıyla sonuçlanmaktadır) ilan etmiş daha sonra alacaklı devletler ile yapılan anlaşma gereğince ödenmesi gereken borçlar için 1971'e kadar süren bir ödeme planına bağlanmıştır.

1.2.7.1.1. Borçların Geri Ödeme Şekilleri

Devlet borçlarında iki farklı ödeme şekilleri bulunmaktadır:

1.2.7.1.1.1. Zorunlu Ödeme

Devlet, borçların vadesi geldiğinde sözleşme gereği borcunu ödemek zorundadır. Zorunlu ödeme, toplu ve kademeli olarak iki farklı şekilde karşımıza çıkmaktadır: Toplu Ödeme, genellikle miktarı büyük olmayan borçların geri ödemelerinde borcun vadesi geldiğinde sözleşmede belirtilen faiz ile borcun anaparasının vade sonunda bir defada geri ödenmesidir. Devlet borçlanma sözleşmesinde borcun bir defada ödeme konusunda taahhütler vermiş olabileceği gibi ekonomik şartların veya kamu gelirlerinin yetersiz kalması durumunda kademeli ödemeyi tercih edebilir. Daha çok devlet borçlarının yüksek tutarlı ve uzun vadeli olması durumlarında kademeli bir biçimde geri ödenmesinde anapara da belirlenen tutarlarda kısım kısım ödenmektedir.

1.2.7.1.1.2. İsteğe Bağlı Ödeme

Devlet süresiz yani devamlı borçlarını istediği zamanda ödemesinde özgürdür. Devletin borçlarını bütçenin şartlarını da göz önünde bulundurarak en uygun zamanda genellikle yüksek gelir sağladığı dönemlerde piyasadan toplayacağı tahvilleri ödemek suretiyle borçlarını ödemesi, alacaklarına da ödeyeceği faizleri de hazineye intikal ettirmesidir. Yapılan bu şekilde ödeme isteğe bağlı (ihtiyari) ödemedir (Bülbül, 2018:467-468).

1.2.7.1.1.3. Dr. Price'ın Otamatik Ödeme Teorisi

Aynı zamanda matematikçi olan İngiliz Dr. Price tarafından 18.yüzyılda bileşik faiz uygulamasının devlet borçlarında da uygulanabileceğini savunmuştur. Teoriye göre devlet her yıl borçların itfası için oluşturacağı bir fonla kendi tahvillerinden satın alarak bunları saklamakta izleyen yıl satın aldığı tahvillerin faizleriyle yeni tahviller satın almakta ve bu her yıl devam etmektedir. Sonucunda bileşik faiz uygulamasıyla giderek büyüyen ve bir finans fonu ortaya çıkmakta ve bu yolla da belirli bir dönem

sonunda da borçların tamamı ödenebilmektedir. Söz konusu teori İngiltere'de 1870 yılına kadar uygulanmış ancak devlet faiz giderlerini ödeyebilmek için daha yüksek bir faiz oranı üzerinden borçlanması nedeniyle bu yöntem terkedilmiştir (Köktaş, 2014:430).

1.2.7.1.2. Borcun Reddi

Devletin aldığı tek taraflı bir karar ile iç kaynaklardan aldığı borçları reddederek veya silerek borcu sona erdirmektedir. Daha çok borcun reddi önemli rejim ve hükümet değişikliklerinde karşımıza çıkmaktadır. En tipik örneği ise Rusya'da çarlık rejimin yıkılması ile iş başına gelen yeni yönetimin Aralık 1917'de çıkardığı kararnamedir. Daha önceki hükümetlerce yapılan her türlü borçlar reddolunmuştur.

Borcun reddi hem iç hem de dış borçlanmalarda rastlanan bir uygulama olmakla birlikte genellikle devletler iç borçlanmalarda borcun reddi uygulamasını tercih etmeyerek daha çok emisyona başvurmak veya enflasyonun aşındırıcı etkilerinden yararlanmak seçeneğini tercih etmektedirler. Dış borcun reddi durumunda ortaya çıkan askeri müdahaleler daha çok küçük devletlere ve özellikle Güney Amerika Devletleri'ne karşı 19.ve 20. yüzyıllarda görülen bir durumdur (Bülbül, 2018:470).

1.2.7.1.3. Devlet Borçlarının Enflasyonla Ödenmesi

Enflasyonist dönemlerde devlet borçlanma senetlerinin satışını kolaylaştırmak amacıyla, devlet borçlanma senetlerinin döviz ve altın gibi endekslemelerle değer kaybı yaşanmaması durumuna karşı garanti altına alındığı görülmüş bu durum tahvil sahiplerinin söz konusu değer kayıplarına karşı korunmasıdır. Aksi bir durumda ise devlet tahvilleri değer kaybına uğramasına neden olacaktır. Devlet tahvillerinin anapara ve faizleri enflasyonun derecesini dikkate alınmamasında senetlerin nominal

değeri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Türkiye 1990'lı yıllarda bu yöntemi yaygın olarak kullanmıştır (Köktaş, 2014:430-431).

1.2.8. Olağanüstü Borç Yönetimi

1.2.8.1. Konsolidasyon (Tahkim)

Geri ödenme süresi gelmiş olan veya vadesi kısalan borçların vadelerinin uzatılması ya da uzun vadeli borçlarla değiştirilmesine konsolidasyon denilmektedir. Devletin hem iç hem dış kaynaklardan borçlanması uygulama alanı olabilmektedir. Konsolidasyon ile borç sorununu tamamen ortadan kaldırmamakla birlikte zaman kazandırmaktadır.

Devletin konsolidasyona başvurma nedenlerine bakıldığında, devletin daha önce almış olduğu ve geri ödenme süresi gelen borçların geri ödeyebilmek için hazinede yeterli para bulunmaması durumunda borçlarını konsolide etmektedir. Ayrıca ekonomik koşullarında uygun olmaması konsolidasyona başvurulma nedenleri arasında gösterilebilmektedir. Ekonominin dengede olması durumunda borçların geri ödenmesi ile ekonomiye ilave bir satın alma gücü girmekte bu durumda var olan dengeyi etkileyebilmektedir. Enflasyonist baskıların olduğu dönemde ise daha önce alınan borçların geri ödenmesi bu baskıların daha da artmasına neden olmaktadır.

Devlet borcu nitelik itibariyle borçlu ve alacaklı olmak üzere iki taraflı bir sözleşme olmakla birlikte sözleşmede borcun vadesi ve diğer koşulları belirlenmiştir. Konsolidasyon işleminde borcun vadesi borcun vadesi borç alan tarafından tek taraflı olarak bozulması durumunda bazı olumsuz durumlar yaratmaktadır. Tasarruf sahiplerinin ellerindeki borç verilebilir fonları, borç sözleşmesinin yapıldığı sırada belirlenen vadeye göre devlete borç vermeyi kararlaştırmaktadırlar. Belirlenen vade geldiğinde tasarruf sahipleri başka bir yatırım alanına yönelmek istemekte ancak zorunlu konsolidasyon uygulaması ile karşılaşması durumunda tasarruf hakkında geleceğe yönelik planlarını gerçekleştirememektedir. bu durum devletin ileride

bireylerden yapacağı borçlanmaları olumsuz etkilemektedir. Bu sebeple zorunlu konsolidasyon uygulaması olağanüstü zamanlarda ve az uygulanmıştır. Konsolidasyon etkileri borç alan taraf açısından da ele alındığında, daha önce alınan ve geri ödenme zamanı gelmiş borçların ödenmesinde parasal güçlükler varsa konsolidasyon işlemi ile devlet bu güçlükten kurtulmaya çalışmaktadır. Kısa vadeli borcun vadesinin konsolidasyon suretiyle uzaması, hazine likiditesine baskı yapan zorlamaları azaltılması gibi.

Devlet borçlanmasında alınan her kararın veya yapılan her işlemin başarı ile sonuçlanması istenmekte aksi bir durumda oluşan bir güvensizlik devletin ileride tekrar borçlanabilme şansını azaltmaktadır. Özellikle isteğe bağlı konsolidasyonda başarılı olabilmesi için alacaklarına işleme neden başvurulduğunun iyi biçimde anlatılmalıdır. Ayrıca konsolidasyon alacaklarına yeni çıkarılan veya vadesi uzatılan tahvillerin eskisine oranla cazip olanaklar verilmesi gerekir ki alacaklılar kabul edebilsin. Ancak yeni çıkarılan ve vadesi uzatılan tahvillerin faiz oranlarının eskisine kıyasla yüksek tutulması veya bir takım garantiler ve ayrıcalıkların tanınması devlet açısından maliyeti arttıracak ve sonucunda devletin borç yükünde de artışına neden olacaktır.

1.2.8.2. Konversiyon (Değiştirme)

Faiz, devlete borç verenler açısından bir gelir unsuru iken devlet açısından da maliyet unsuru olarak ifade edilmektedir. Devlet açısından borç yükü, borcun anapara ile ödenen faizlerin toplamı olmakta böylece faiz oranlarının yüksekliği devletin daha fazla faiz ödemeleri yapmasına neden olmaktadır. Konversiyon, borç yükünün hafifletilmesi için faiz oranı yüksek tahvillerle düşük faizli tahvillerin değiştirilmesidir. Devletin hem iç hem dış borçlanmasında uygulama alanı olabilmektedir.

Devletin borçlanmak amacıyla piyasaya sürmüş olduğu borç senetlerinin taşıdığı özellikler borçlanma yapıldığı sırada ekonomik, mali ve sosyal koşullara göre belirlenmekte zaman içinde de birtakım değişiklikler yaşanabilmektedir. Piyasa cari

faiz haddinde meydana gelen düşmeler bu değişikliklerin en önemlisi olarak karşımıza çıkabilmektedir. Eğer devlet mali bakımından herhangi bir güçlük içerisinde değil ise piyasa cari faiz oranındaki düşmeden yaralanarak borç yükünü hafifletmek isteyebilmektedir. Piyasa cari faiz oranına uygun tahviller ihraç ederek bu tahviller ile eski yüksek tahvilleri değiştirerek konversiyon işlemi yapabilmektedir.

Devlet konversiyon işlemini gerektiğinde hukuki bir zorunluluk uygulayarak yani bir kanun çıkartarak tahvillerin faiz oranlarının düşürüldüğünü ilan eder daha düşük faizli tahviller ihraç ederek eski yüksek faizli tahvillerin düşük faizli yeni tahviller ile değiştirilmesini zorunlu tutması zorunlu konversiyonu gerçekleştirmektedir. Bu durumda devlet borçlanmasına karşı bir güvensizlik doğmasına yol açar ve ileride devletin borçlanmasını güçleştirmektedir. İsteğe bağlı (İhtiyari) konversiyonda ise devlet piyasa cari faiz oranına uygun yeni yahviller ihraç ederek ellerinde eski tahvil olanların yenileri ile değiştirmelerini istemektedir. Bu durumu kabul etmeyenler için anaparalarını geri ödemektedir.

Konversiyonun etkilerini devlete borç verenler ve devlet açısından iki yönlü olarak ele alınmaktadır: Devlete borç verenler yani alacaklılar özellikle zorunlu konversiyon durumunda tercih hakkının olmaması nedeniyle olumsuz etkiye sahiptir. Bu durum devlet açısından borçlanmada güveni sarsmakta ve devletin ileride yapacağı borçlanmaları tehlikeye düşürmektedir. İsteğe bağlı konversiyon durumunda ise alacaklıların kabul etmemesi durumunda borç olarak vermiş oldukları anaparayı geri almakta ve başka alanlarda değerlendirebilmektedirler. Devlet açısından olumlu bir uygulama olan konversiyonda, alacaklılara ödenen faizler transfer harcaması olarak bir maliyet unsuru olmaktadır. Devletin faiz yükünden doğan borç yükü hafiflemekte herhangi bir geri ödeme işlemi olmadan borçların azalması gibi bir etki yaratmaktadır.

Başarılı konversiyon için birtakım koşulların bulunması gerekir: Piyasa cari faiz oranının düşmesi, devletin mali durumunun daralma olmaması, işlemlerin karmaşık olmayan ifadelerle açıklanması, düşürülecek tahvil faiz oranlarının piyasa cari faiz oranından bir miktar daha fazla belirlenmesidir (Erdem, 2018:119-130)

II. BÖLÜM

2. PİYASA YAPICILIĞI

2.1. Piyasa Yapıcılığı Kavramı

Piyasa Yapıcılığı Sistemi; bir grup profesyonel aracıya (Piyasa Yapıcı) kamu borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasasında resmi olarak sağlanan belli haklar ve yerine getirmeleri gereken belli yükümlülükler ile ikincil piyasada likiditeyi arttırıcı ve volatiliteyi azaltıcı faaliyetlerde bulunarak, borç çevirme (rollover) riskinin azaltılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir piyasa oluşturulması amaçları ile kurulan bir sistemdir (Hazine Müsteşarlığı, 2013:85)

Piyasa Yapıcılığı Sistemi kamu borçlanma senetleri birincil ve ikincil piyasasının sağlanan belli hak ve yükümlülükler çerçevesinde düzenlenmesine yönelik olarak, borç çevirme (roll-over) riskinin azaltılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir piyasa oluşturulması amaçları ile kurulan bir sistemdir. 2016 yılında birincil piyasadan yapılan prim dahil toplam nakit finansmanın yüzde 78'ini Piyasa Yapıcı Bankalar karşılamıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2013:72).

2.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Amacı ve Kapsamı

İlk olarak 1960 yılında Federal Reserve Bank of New York tarafından, para politikasının yürütülmesine destek sağlamak amacıyla piyasa yapıcılığı sistemine başlanılmış daha sonra sistem sırasıyla 1974 yılında Brezilya ve 1986 yılında İngiltere'de uygulanmaya başlanmıştır. Ülkemizde de, son dönemlerde yaşanan ekonomik sıkıntıların sonucunda hem kamu borç stokunu artması, borçların çevrilebilirliğini olumsuz etkilemesi, borçlara ödenen faizlerin önemli boyutlara ulaşması hem birincil piyasa hem de ikincil piyasada derinlik ve likiditeyi arttırmak ve borçlanma maliyetini azaltmak için Hazine borç yönetimi için bazı gelişmiş ülkelerde uygulanan piyasa yapıcılığı sistemine 2000 yılından itibaren kullanmaya başlamış ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizlerin ardından uygulamaya ara

verilmiş, daha sonra piyasalarda dengelerin tekrar yerine gelmeye başlaması ile birlikte 2002 yılında tekrar piyasa yapıcılığı sistemi hayata geçirilmiştir (Babuşçu, 2019:4).

2000 yılı Mayıs ayından itibaren, Hazine Müsteşarlığı'nın yeni borçlanma stratejisi çerçevesinde devlet iç borçlanma senetlerinin ihracında ve ikincil piyasa işlemlerinde etkinliği arttırmak amacıyla OECD ülkelerinin çoğunda uygulamakta olan Piyasa Yapıcılığı Sistemine geçilmiştir. Bu yeni sistem ile Hazine ihalelerinde piyasa yapıcılığı görevi üstlenen bankalara bir takım ayrıcalıklar tanınmış ve Hazine ihalelerine aktif katılım, ikincil piyasalarda DİBS'lerinin likiditesini sağlamak gibi yükümlülükler verilmiştir (DPT, 2001:103).

2.3. Piyasa Yapıcılarına Sağlanan Haklar

2.3.1.Birincil Piyasada Sağlanan Haklar

1) Piyasa Yapıcı "Türk DİBS Piyasa Yapıcısı" unvanını kullanabilir.
2) Piyasa Yapıcı ihalelere teminatsız katılır. İhaleyi kazanıp yükümlülüklerini yerine getirmeyen Piyasa Yapıcıya, Devlet İç Borçlanma Senedi İhalelerine Katılım Esaslarının 11. Maddesinde yer alan hususlar çerçevesinde yaptırımlar uygulanır. Katılım Esaslarında söz konusu maddenin değişmesi durumunda, yeni uygulama bu sözleşme için de geçerli olur.
3) Piyasa Yapıcı, ihalelerde rekabetçi olmayan teklif verebilir. Üst limit ilan edilmiş ihalelerde, rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılacak toplam ihraç tutarı söz konusu limitin %30'unu aşamaz. Piyasa Yapıcının vereceği rekabetçi olmayan teklif tutarı söz konusu yöntemle yapılacak azami satış tutarını aşamaz. İhale için üst limit ilan edilmemişse, Müsteşarlık herhangi bir oran açıklamadan uygun gördüğü miktarda satış yapabilir.

4) Piyasa Yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 14:00'a kadar ihale sonrası teklif verebilir. İhale sonrası teklif yoluyla satış tutarı uygulamadaki ihale sistemine göre iki şekilde hesaplanabilecektir.
    a) Tek fiyat ihale sisteminde her bir Piyasa Yapıcıya söz konusu tekliflerin karşılanmasıyla yapılacak satışların azami tutarı, Piyasa Yapıcının ihalede aldığı net tutarın (rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılan satışlar hariç) %20'si kadardır.
    b) Çoklu fiyat ihale sisteminde ise her bir Piyasa Yapıcıya, ihalede oluşan ortalama fiyatın üstünde kalan (ortalama fiyat ve rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılan satışlar hariç) net teklifleri toplamının %40'ı kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış yapılır.
5) Müsteşarlık, para piyasalarında yapacağı nakit işlemlerini Piyasa Yapıcılar ile gerçekleştirir.
6) "TAP" satışlarına sadece Piyasa Yapıcılar katılabilir.
7) Halka arz yoluyla yapılacak DİBS ihraçlarına sadece Piyasa Yapıcılar aracılık edebilir.
8) 8) Geri alım ve değişim ihalelerine sadece Piyasa Yapıcılar katılabilir.
9) Piyasa Yapıcılar, Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilci ile katılabilir.
10) Piyasa Yapıcılar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bünyesinde kurulmuş olan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilirler (Hazine ve Maliye Bakanlığı).

2.3.2. Merkez Bankası'nca Sağlanacak Haklar

Merkez Bankası'nın nihai amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarına ilişkin politikalarını da bu çerçevede yürüten bankanın destekleyici amacı finansal istikrardır. Finansal istikrarın koşullarından biri de döviz, tahlil/bono ve para piyasalarının sağlıklı ve etkin çalışmasıdır. Piyasa yapıcılığı sisteminin finansal piyasalarda derinleşmeyi sağlaması, fiyat istikrarı uyumlu olarak, piyasa yapıcılığı sistemini desteklemesi ve piyasa yapıcısı bankalara da açık piyasa işlemleri

çerçevesinde Türk lirası likidite imkanı sağlamaya katkısı çok önemlidir. Bu nedenle piyasa yapıcısı bankalara Merkez Bankası birtakım haklar tanımaktadır:

-Merkez Bankası piyasa yapıcılarına açık piyasa işlemelerinde ek bir likidite imkanı sağlayacak ve bu limit uygulanmaya başlamasından itibaren de ihraç edilen kıymetlerden, bankaların birincil piyasadan satın aldıkları %10'u kadar olup limitin tamamı da açık piyasa işlemlerinde kullanılabilecektir.

- Merkez Bankası, piyasa koşullarını da dikkate alarak ve diğer piyasa yapıcısı bankaların talepleri doğrultusunda uygun görülen DİBS ya da DİBS'ler için doğrudan alım ihaleleri açarak, alım işlemlerini kotasyon yöntemi ile de gerçekleştirebilecektir. Bir günde gerçekleştirilebilecek toplam DİBS alım miktarı piyasa yapıcısı bankalara tanınan ve yüzde 10'luk toplam likidite imkanının yarısı olan toplam DİBS satış imkanının en fazla yüzde 20'si kadar olabilecektir. (Merkez Bankası Basın Duyurusu, 3 Eylül 2002)

Böylece bu imkanın sağlanması piyasa yapıcılarının görevlerini etkin bir şekilde getirmesi ve bir piyasa yapıcısının da likidite sıkışıklığı durumunda DİBS satın alma zorunluluğunun olmamasından da açısından büyük önem taşımaktadır.

2.3.3. İkincil Piyasada Sağlanan Haklar

Merkez Bankası'nın piyasa yapıcılığı sistemini desteklenmesine yönelik bir diğer önemli adımını 24.02.2003 tarihinde DİBS Ödünç İşlemleri Piyasasının kurulması ile olmuştur. Burada Merkez Bankası'nın görevi aracılıktır. DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası, ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük risk ile ilave getirisi elde etme imkanı sağlarken, ödünç alacak taraftaki piyasa yapıcı bankaların ikincil piyasada kotasyon verme yükümlülüklerini kolaylaştırmasıdır. Çift taraflı kotasyon verme zorunluluğu piyasalarda DİBS'lerin likiditesini arttırması ve sonucunda da fiyat bulma mekanizmasını etkilemesiyle hem bu senetlere talep artacak hem de genel olarak da mali piyasalardaki vadelerin uzamasını sağlamaktadır.

Ödünç veren konumunda olan bankaların tekliflerinin işleme konulabilmesi için teklif edilen tutardaki DİBS'leri, ödünç DİBS almak isteyen piyasa yapıcı bankaların taleplerinin işleme konulabilmesi için ise teminata konu olacak DİBS'leri, Merkez Bankası gözetiminde bulundurmaları gerekmektedir. Böylece ikincil piyasada piyasa yapıcılara sağlanan haklar;

-Piyasa yapıcılar, Merkez Bankası gözetiminde kurulan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda DİBS ödünç alma/verme işlemlerine taraf olabilirken, diğer bankaların ise sadece borç veren taraf olmasıdır,

-Piyasa yapıcılarının İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki işlemlerden düşük oranda komisyon alınmasıdır. Merkez Bankası'nın verdiği bu destek mevcut açık piyasa işlemleri için uygulanacak olan Hazine ve piyasa yapıcı bankalar arasında düzenlenen sözleşmelerdir (Yılmaz, 2005:71-72).

Birincil aracılara verilen yükümlülüklere karşılık olarak ikincil piyasada piyasa yapıcılığı görevlerini yerine getirebilmeleri için bazı işlemlerde belli oranda açık açık pozisyon bulundurabilmesi, menkul kıymet ödünç alabilmesi veya merkez bankasından ayrıcalıklı finansman sağlayabilme hakkı verilmesi gibi imkanlar sunulmuştur (Uysal, 2009:8)

2.4. Piyasa Yapıcıların Yükümlülükleri

Piyasa yapıcıların, sözleşmelerden sağladığı hak ve belli yükümlülükleri yerine getirme zorunlulukları bulunmaktadır. Piyasa yapıcısı olarak seçilen kurumların gerek birinci piyasada gerek ikincil piyasada amaç devlete kaynak yaratılmasıdır.

2.4.1. Birincil Piyasa Yükümlülükleri

Piyasa yapıcılığı sisteminde birincil piyasanının uygulamasındaki temel amaç, devlet iç borçlanma ihalelerine katılımı arttırması ve finansman ihtiyacının

karşılanmasına ve birincil piyasanın da geliştirilmesidir. Bazı ülkeler piyasa yapıcılarından DİBS ihale katılma yükümlülüğü miktarını belirtmeksizin isterken, bazı ülkeler de minimum talep yükümlülüğü şartları belirlemektedir (Moroğlu, 2013:13). Örneğin, sözleşmeye dayandırılmayan A.B.D.'de piyasa yapıcılardan devlet iç borçlanma senetlerinin ihracında talepte bulunmaları beklentisi olduğu halde Hindistan'da piyasa yapıcılar için minimum talep yükümlülüğü belirlenmiş ve ayrıca bono ve tahviller içinde 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. Eğer Birincil piyasa için talep ve kazanıma ilişkin bir miktar belirtilmemesi durumunda ikincil piyasa için işlem payı yükümlülüğü getirilmesi durumu dolayısıyla 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 yapıcılarının ikincil piyasa işlem hacminin de bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

2.4.2. İkincil Piyasa Yükümlülükleri

Piyasa yapıcılarının ikincil piyasaya yükümlülüğü, birincil piyasadaki ihale sonucu ile kazanılmış DİBS'lerin yatırımcı ve devlet arasında piyasasının likiditesini artırmaya yönelik olarak uygulanmakta olan, sürekli olarak alım - satım kotasyonu vermektir. Piyasa yapıcıları, 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 yapıcılarını zor durumda bırakacak kadar katı olmaması

gerekliliğidir. Piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya başlayan özellikle gelişmekte olan piyasa riski yüksek ülkelerde şartlar belirlenirken dikkatli olunmalı ve aracı kurumu zor durumda bırakılmamasıdır (Moroğlu, 2013:14).

İkincil piyasanın gelişmişlik düzeyini belirleyen bir diğer faktör olan borçlanma maliyetidir. İkinci piyasanın genişlemesi ve derinlik kazanması borç yönetimi açısından birincil piyasadan ihraç edilen senetler için daha iyi teklif gelmesi sonrasında da borçlanma maliyetinin azalmasına katkı sağlayacaktır.

Devlet iç borçlanma senetleri piyasasının geliştirilmesini destekleyen otomasyon ve altyapının güçlü olması piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında beklenen getirinin optimalden daha az olmasına neden olabilmektedir. Piyasaların ve otomasyonun gelişmesiyle birlikte, piyasa yapıcıları tarafından geleneksel olarak yerine getirilmekte olan yükümlülüklerin 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. Günümüzde elektronik piyasalar, piyasa koşulları ve fiyatlar hakkında önceden sadece aracılar vasıtasıyla edinilebilecek bilgileri doğrudan olarak yatırımcılara sunacak mevcut teknolojik koşullar bulunmaktadır. Ancak unutmamak gereken bir nokta ise, elektronik sistem dağıtım kanalları genişledikçe yani bu kanallar vasıtasıyla daha fazla yatırımcıya ulaşma imkanı doğdukça piyasa yapıcılarına olan ihtiyaç azalmaya başlayacaktır.

2.4.3. Diğer Yükümlülükler

Birincil ve ikincil piyasa yükümlülükleri dışında piyasa yapıcılarının borç yönetici ve ülke merkez bankalarının istediği şekilde ve aralıkta sunmaları gereken mali analiz raporlardır. Piyasa yapıcıları, borç yöneticisi ve merkez bankasının genel ekonomi ve mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırmaları yapmakla yükümlüdürler. Bu raporlar genellikle genel ekonomik durum ve piyasa durumu ile yakından ilişkilidir. bu yükümlülükte esasen hem piyasa yapıcıyı piyasa şartları analizinde denetlemek hem de piyasalar hakkında bilgi sağlamasıdır (Moroğlu,

2013:16). 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 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.

2.5. Piyasa Yapıcılığı Sistemi Ülke Uygulamaları

Piyasa yapıcılığı sistemi, ilk olarak 1960 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulanmıştır. Sistem, Avrupa'da 80'li yılların ortasında, gelişmekte olan piyasalarda ise 90'lı yılların ortasından itibaren yayılmıştır. Piyasa yapıcılığı gelişmiş ülkelerden olan Kanada, Fransa, İtalya, İspanya ve İngiltere'de gibi ülkelerde uygulanmakta ve bu ülkelerin hepsinde piyasa yapıcılığı resmi bir unvan olarak kullanılmaktadır. Bu unvan, ülkelerde belirli koşullar altında verilmekte ve zaman zaman gözden geçirilmektedir. Avusturya, Almanya, Yeni Zelenda ve İsveç gibi gelişmiş ülkelerde birincil ve ikincil piyasaların aktif olması nedeniyle piyasa yapıcılığı sistemi uygulanması tercih edilmemiştir (Karaçam, 2014:14-15).

Tablo 8: Bazı Ülkelerin Piyasa Yapıcılığı Sistemindeki Genel Durumu

Ülkeler	Piyasa Yapıcılığı Sistemi	Piyasaya Yapıcılığı Sistemine Başlama Tarihi	Piyasa Yapıcı Sayısı	Piyasa Yapıcılığı Durum Değerlendirilmesi
ABD	Var	1960	20	6 Ayda Bir
İngiltere	Var	1986	20	6 Ay
Fransa	Var	1987	20	Yıllık
İsveç	Var	1989	7	Yıllık
Norveç		1995	6	Yıllık
Meksika		2000	5	6 Ay
Hindistan	Var	1996	21	Yıllık
Pakistan		2000	11	Yıllık
Kanada	Var	1940	45	
Almanya	Yok			
Brezilya	Var	1974	22	6 Ay

Tablo: (IMF, 2003:.63)

2.5.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Piyasa yapıcılığı sistemi, ülkelerin ekonomik yapısı gelişmişlik düzeyi doğrultusunda uygulamada farklılıklara sahiptir. Özellikle tanınan haklar ve yükümlülükler bu anlamda ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Piyasa yapıcılara sistemin gelişmesi için kurulması aşamasında tanınan hakların piyasa geliştikçe azaltılması diğer piyasa katılımcılar için önem arz etmektedir. Çünkü tanınan bu haklar diğer katılımcılar aleyhine rekabet dezavantajı yaratabilmektedir. Piyasa yapıların yerine getirmeleri gereken yükümlülüklerin de piyasanın gelişimiyle birlikte azaltılması gerekmektedir (Yüce, 2012:101).

2.5.1.1. Amerika Bileşik Devletleri'nde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Piyasa yapıcılığı sistemini 1960 yılında 18 piyasa yapıcısı ile ilk uygulamaya başlayan ülke Amerika Birleşik Devletleri (ABD), 1988 yılında bu sayı 46'ya çıkarılmışsa da daha sonra 2011 Şubat ayında ise 20'e düşmüş ve bu azalıştaki sebepte finansal kuruluşlardaki birleşmeler olarak gösterilmektir.

Sistemin uygulanma amacı FRBNY'ın gerçekleştirdiği piyasa operasyonlarında işlem tarafı belirlenmesidir. ABD'de piyasa yapıcılığı sistemini de içine alan piyasa işlemleri FED (Amerikan Merkez Bankası) adına Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) tarafından yürütülür. FRBNY ise açık piyasa işlemlerini piyasa yapıcılar üzerinden yürütür (Moroğlu, 2013:24).

Piyasa yapıcı seçilebilme kriterleri arasında ilgili kuruluşun belirlenen minimum sermayeye sahip olması, devlet iç borçlanma piyasasında faaliyette bulunması ve ilgili kuruluşun ağır suçtan mahkum görmemiş olması dışında başka bir kriter bulunmamaktadır. ABD'de Piyasa yapıcıların beklenen temel işlevler, Merkez Bankası'na bilgi sağlamak, Hazine'nin ihalelerine tatminkar bir seviyede katılım ve nihai yatırımcılarla belli bir işlem hacmini sağlayarak ikincil piyasada likiditeyi artırmasıdır. Aktif bir ikincil piyasa oluşmasını sağlaması beklenen piyasa yapıcılar için ikincil piyasaya ilişkin işlem hacmi bir yükümlülük olmaktan çıkmıştır. Ancak piyasa yapıcılardan Hazine ihalelerinin hepsine teklif verme ve Hazine borçlanma senetleri için piyasa oluşturma yükümlülükleri halen vardır.

ABD'nin piyasa yapıcılarına tanınan hakları kısıtlıdır. Piyasa yapıcılarına FRBNY açık piyasa işlemlerini yürütme hakkı tanımıştır. Ayrıca Merkez Bankası piyasa yapıcılarına 2008 yılında yaşanan Mortgage Krizi ve 19 Mart 2008 tarihinde New York'un önemli yatırım bankalarından, BearStearns'ın çöküşünün ardından piyasa yapıcı kurumlara destek sağlamak amacıyla, FRBNY tarafından Piyasa Yapıcı Kredi İmkanı (PDCF; Primary Dealers Credit Facility) kurulmuş 1 Şubat 2010 tarihinde bu faaliyetin uygulanmasına son verilmiştir. (Yüce, 2012:79-80)

ABD'de piyasa yapıcılarını denetme görevi Maliye Bakanlığı ve FED tarafından birlikte yapılmakta ve resmi bir sözleşme olmaması ile birlikte sistem ABD

kanunları ile hukuki düzenlemelere sahiptir (Moroğlu, 2013:23). Ayrıca piyasa yapıcılarının statüleri altı ayda bir değerlendirmeye tabi olunmaktadır (Karaçam, 2014:22).

2.5.1.2. Kanada'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

1878 yılında kurulan Toronto Borsası (TMX) Kanada'nın en büyük borsası olup 2000 yılında TSX Venture Capital tarafından satın alınıp geliştirilmiştir. Borsaya 2010 yılı sonu itibariyle 1498 şirkete ait hisse senedi kaydı bulunmaktadır.

Toronto Borsası'nda 29 Temmuz 2010 tarihi itibariyle 20 piyasa yapıcısı bulunmaktadır. Şirketler genelde birden fazla piyasaya sahip olup bir aracı kurumunda 80-90 hisse senedi için piyasa yapıcısı olabilmektedir. Piyasa yapıcılık sistemi piyasa maksimizasyonu ve etkinliğinin sağlanmasında etkindir.

Piyasa yapıcılarının açık artırmalarda teklif verme, ki yönlü teklif verme, merkez bankasına bildirimde bulunma ve Kanada Menkul kıymetler ihalelerine katılma yükümlülükleri vardır.

Piyasa yapıcılarının faaliyetlerinin borsa sürekli olarak gözetlemekte böylece piyasaya katılım, likidite ve alım satım kazancı aralığına göre yapılmaktadır.

Borsa tahsis komisyonu tarafından da hangi hisse için piyasa yapıcısı atanacağı kararlaştırılmakla birlikte ihraççı firmanın talebini, piyasa yapıcı adayın sermeyesini, teknik donanım gibi özellikleri ve rekabet edebilme gücü gibi bazı faktörlere bakılmaktadır.

2.5.1.3. Almanya'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Frankfurt Borsası büyük borsalar arasında yer almakta iken 1585 yılında kurulan borsa Deutsche Börse tarafından satın alınarak geliştirilmiştir. Kayıtlı olan

77.000 hisse senedinin borsada yaklaşık 250.000'in üzerinde aracı kuruluş çalışanı bulunmaktadır.

Frankfurt Borsası'nda işlem sistemi olarak emir bazlı Xetra (Exchange electronic Trading) sistemi kullanılmakla birlikte ve sistem Avrupa çapındaki 12 borsa tarafından da kullanılmaktadır. 2011 yılında bizzat salona gelerek işlem yapma olan salon sistemi kaldırılmış borsada tamamen elektronik Xetra sistemine geçiş ile rekabetin daha olumlu yönde olmuştur.

Xetra sistemi içinde işlem görmek isteyen şirketler için likidite ölçütü olan günlük emir miktarının bir hisse için 2,5 Milyon Euro olmasıdır. Ancak likidite ölçütünü sağlayamayan şirketler Atanmış destekleyici (designated sponsors) adı verilen piyasa yapıcılık sistemine benzer sistemde işlem görmek zorunluluğu bulunmaktadır. Sürekli olarak çift taraflı kotasyon vererek bu likiditeyi sağlamaktadırlar.

Atanmış destekleyicisi olmanın bazı şartları vardır; Borsa ile yazılı anlaşma çerçevesinde göreve başlamakta, atandıkları hisselerde sürekli işlem gerçekleştirmek zorundadırlar. Performanslarının ölçülmesi içinde sistemde 4 ayda bir derecelendirme yapılmasında sistemin daha iyi gelişmesi hedeflenmekte ve uzun vadeli planlar arasında da şeffaflığı arttırılmasıyla işlem hacminin geliştirilmesi istenmektedir.

Frankfurt Borsası'nda piyasa yapıcılık Atanmış destekleyici sistemine göre uygulanmakta olup gerekli likidite değerini sağlamayan şirketlere ait hisseler Atanmış destekleyici alarak işlem görmektedirler (Bakkal-Sinan, 2011:32-35)

2.5.1.4. Fransa'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Fransa'nın 1987 yılında kurulan piyasa yapıcılığı sisteminin giriş izni Maliye, Ekonomi ve Sanayi Bakanlıkları tarafından verilmektedir. Fransız piyasa yapıcılarına SVTs (Specialist in Treasury Securities) 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.

Sistem ilk olarak 18 yerli piyasa yapıcı ile uygulanmaya başlanmış ancak daha sonra sistem, piyasa yapıcısı sayısı ve çeşidi bakımından önemli değişikliklere uğramıştır. 2013 yılı itibarıyla Fransa piyasa yapıcı kurum sayısı 20'dir. Yine 2013 yılı sözleşmesinde piyasa yapıcı olmak isteyen yerli ve yabancı kurumların sahip olmaları gereken minimum ciro miktarı 500 milyon Euro olarak belirlenmiştir. Fransa piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcılar belirlenirken göz önünde bulundurulan bir diğer etmen ise, adayların piyasa tecrübeleri ve DİBS piyasasının işlemlerinin yönelik strateji planlarıdır. Fransa'da piyasa yapıcıların DİBS birincil piyasasında yerine getirmeleri gereken başlıca yükümlükleri, DİBS ile ilgili açılan tüm ihalelere katılmak, ihaleler hakkında istenen değerlendirmelerde bulunmak ve yıllık ihraç edilen kıymet miktarının en az %2 sine sahip olmaktır. Fransa piyasa yapıcılığı sisteminde piyasa yapıcıların ikincil piyasaya ilişkin yükümlülüklerinin başında diğer tüm ülkelerde olduğu gibi, DİBS ikincil piyasasının işlem devamlılığının ve talep sürekliliğinin sağlayarak likidite ihtiyacını karşılamaktır. Ayrıca Fransa piyasa yapıcılığı uygulamasında piyasa yapıcılardan beklenen ikincil piyasaya ait bir diğer önemli yükümlülük ise işlem hacimleri ve mevcut piyasa koşulları hakkında piyasada yaşanan gelişmelerin Fransa Hazine'sine sürekli bilgi akışı sağlanmasıdır (Moroğlu, 2013:27,28).

2.5.1.5. İngiltere'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi

İngiltere piyasa yapıcılığı sistemi 1986 yılında kurulmuş ve İngiltere'de piyasa yapıcılar Gilt Edged Market Makers (GEMMs) olarak adlandırılmaktadır. Sabit getirili menkul kıymetler borsasına "gilt-edged market" denilmekte ve İngiltere'de 2011 itibariyle 20 adet GEMMs bulunmaktadır.

İngiltere'de piyasa yapıcı olarak seçilebilmek için ilgili kuruluşun, DİBS piyasasında faaliyette bulunması, Tanımlı Yatırım Borsası (Recognised Investment

Exchange) üyesi olması, DMO (İngiltere borç yönetim ofisi) tarafından kabul edilmiş bir iş planının olması ve Finansal Hizmetler Kurumu (Financial Service Authority) tarafından, Londra Menkul Kıymetler Borsası gibi (London Stock Exchange), yetkilendirilmiş bir banka ya da aracı bir kurum olması gerekmektedir.

GEMMs'ler ile piyasa yapıcılığı sözleşmesi imzalamaktadır ve GEMMs'lerin bu sözleşmeden doğan bazı yükümlülükleri vardır. GEMMs'ler, yükümlü oldukları DİBS tipi için her türlü piyasa koşulunda, kesinti olmadan ve etkili çift taraflı kotasyon vermektedirler. Bu yükümlülük, piyasa derinliği ve likiditeyi sağlamaktadır. GEMMs'ler DİBS'lere talep yaratılmasını destekleyen, dolayısıyla devlet iç borçlanma maliyetinin azaltılmasını bir uygulama olarak değerlendirilmektedir.

İngiltere'de GEMMs'lere tanınan çeşitli haklar bulunmaktadır. DMO'nun çıkacağı sabit getiri senet ihalesine sadece GEMMs'lerin katılmasına izin verilmekte ve onlardan hükümetin borçlanma senetlerinin ihracında, dağıtımında ve pazarlamasında aktif bir şekilde faaliyet göstermesi beklenmektedir.

İngiliz piyasa yapıcılığı sisteminin, piyasanın likiditesini artırması, borç yönetimini daha şeffaf bir yapıya kavuşturması, kamu borçlanma ihalelerini kolaylaştırması ve etkinleştirmesi, risk yönetimine katkı sağlaması ve kamu menkul kıymetlerinin dağıtması gibi avantajlarının yanında, idari iş yüküne sahip olması, kartellere açık olması ve denetlenmeye ihtiyaç olması gibi dezavantajları mevcut olup GEMMS'ler Maliye Bakanlığı bünyesindeki DMO ve Finansal Hizmetler Kurumu (Financial Service Authority) denetimine tabidir ve altı ayda bir piyasa yapıcı statüleri değerlendirilmektedir (Yüce, 2012:80,83).

2.5.2. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemi

2.5.2.1. Hindistan'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Hindistan Merkez Bankası, Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası'nda 1995 yılında piyasa yapıcılığı sistemini uygulamaya koymuştur. Piyasa yapıcılar devlet iç

borçlanma senetleri ihalelerde teklif vermeyi taahhüt ederek bu piyasada aktif rol oynar. Piyasa yapıcıların hedefleri; devlet iç borçlanma senetleri piyasasında altyapının güçlendirilmek, tabanı genişletmek ve likiditeyi sağlamak, düzenlenen ihalelerde verilen tekliflerin Hindistan Hükümeti'nin getirdiği esaslara göre yapmak, aracılık hizmeti vermek ve ikincil piyasayı geliştirmektir.

Hindistan'da piyasa yapıcılığı başlangıç aşamasında aracı kuruluşlara diğer ülkelerdeki gibi sermaye yeterliliği oranı şartı belirlenmemiştir. Ancak aracı kuruluşun banka olup olmadığına bakılmaksızın sermaye yeterlilikleri için Banka Olmayan Finans Kurumları (NBFC) standartlarına göre ve "Tier I" ve "Tier II" sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler dikkate alınarak değerlendirilmeye tabi tutulmuştur. Piyasa yapıcılığının seçiminde, piyasa yapıcı olarak başvuran bankaların bilançoları incelenerek kredi riski ve piyasa riski konularında değerlendirilmeye alınmaktadır.

Piyasa yapıcı olarak seçilen aracı kuruluşların bir takım yükümlülükleri yerine getirmesi beklenilmektedir. Piyasa yapıcılığının ilk amacı olan birincil piyasada ihalelere katılma ve ikincil piyasada alış ve satış kotasyonu vermeleri beklenmektedir. Diğer amaçları ise Hindistan Merkez Bankası'nın forward anlaşmaları, iç ve dış denetimi, risk yönetimi, muhasebe standartları, gözden geçirme, raporlama ve bu konuların güncel olmasına ilişkin talimatlarını tam anlamıyla uygulamasında yükümlüdürler (Karaçam, 2014:25-26).

2.5.2.2. Brezilya'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Brezilya'da piyasa yapıcılığı sistemi 1974 yılından bu yana uygulanmaktadır. Brezilya'da piyasa yapıcılığı sisteminin temel işlevleri arasında DİBS piyasasının işlem devamlılığının sağlanmasının yanı sıra, Merkez Bankası'nın para politikalarının uygulanması aşamasında gerçekleşecek açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin sağlanması da vardır. Brezilya piyasa yapıcılığı sistemi uygulamasında, temelinde 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 sisteminde 2003 yılında bir takım değişikliklere gidilmiştir. Yeni sistem ile Hazineye, borç yönetimi için daha aktif bir konuma getirilmiş olup Merkez Bankası ve Hazine'ye hem para politikası hem de borç yönetiminin ortak bir politika ile gerçekleştirme kararı almış, "piyasa yapıcıları" ve "uzman dealer'lar" (specialistdealer) olmak üzere iki farklı grup oluşturulmuştur. Piyasa yapıcıları en çok 12 finansal kuruluştan oluşmuş ve para politikasına ilişkin işlemlere taraf olmakta iken uzman dealer'lar ise en fazla 10 finansal kuruluştan oluşmuştur. Böylece iki grup arasında en fazla 5 ortak katılımcı olmasına izin verilmiştir (Uysal, 2009:17).

Ayrıca piyasa yapıcılarla, uzman dealerlar arasındaki diğer en önemli fark, piyasa yapıcılığı sözleşmesidir. Piyasa yapıcılar imzaladıkları sözleşme gereği bir takım ayrıcalık ve yükümlülüklere sahip olurken, uzman dealerlar piyasa yapıcılığı sözleşmesi imzalamazlar. Buna rağmen, hem uzman dealerların hem de piyasa yapıcıların Brezilya piyasa yapıcılığı sisteminde ki temel görevleri; DİBS'lerle ilgili açılan ihalelere katılmak, ikincil piyasaların likiditesine katkı sağlamak ve Merkez Bankası'nı para politikası uygulamalarını desteklemektir. Bunların yanı sıra her iki grupta Hazine'ye ve Merkez Bankası'na piyasa analizleriyle ilgili bilgileri gerektiğinde vermekle yükümlüdür.

Brezilya piyasa yapıcılığı sisteminde uzman dealerlar ve piyasa yapıcılar yaptıkları işlemlerle ilgili olarak 6 ayda bir Merkez Bankası tarafından performans değerlendirmesine tabi tutulur ve denetlenirler (Moroğlu, 2013:29-30).

2.5.2.3. Meksika'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Meksika'da piyasa yapıcılığı sistemi 2000 yılında kurulmuştur. Meksika'da piyasa yapıcı olabilmek için bazı kriterler mevcuttur. Öncelikle piyasa yapıcıların DİBS piyasasına aktif katılımı gerekmektedir. Piyasa yapıcı olarak altı aylık süre için sadece beş kuruluş seçilmektedir. Kuruluşların sabit getirili DİBS piyasasındaki performansları değerlendirilmekte ve bu değerlendirme sonucunda piyasa yapıcılar seçilmektedir. Değerlendirmelerde birincil piyasada, bankalar arası piyasada ve ikincil

piyasada performansları baz alınarak kamuoyunca bilinen bir indeks kullanılmaktadır. Yapılan indeksleme sonucunda en yüksek beş puanı alan kuruluş piyasa yapıcı olarak seçilmektedir. Eğer ilk beş bir önceki dönemdeki piyasa yapıcılar ile aynı kuruluşlarsa, beşinci gelen kuruluş yerine altıncı seçilmektedir. Yeni kuruluş seçilmesi halinde eskisinin ikamesini sağlaması gerekmektedir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanmasındaki amaç, DİBS piyasasının likiditesinin artırılmak, işlem maliyetlerinin azaltılmak ve DİBS piyasasına nihai yatırımcıların erişimi kolaylaştırmaktır. Aracı kuruluşlar ve finansal kurumlar; birincil ve ikincil piyasadaki performansları değerlendirilerek piyasa yapıcısı olarak seçilebilmekte ve piyasa yapıcılarının DİBS piyasası gelişimi sürecindeki faaliyetleri, katkılarını garanti etmek amacıyla, devamlı olarak değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır.

Piyasa yapıcıların temel yükümlülükleri arasında, ihalesi gerçekleştirilen her bir sabit getirili devlet borçlanma senetleri tutarının en az %20'si kadar birincil piyasada teklif vermeleri; sabit getirili devlet borçlanma senetlerine ikincil piyasada minimum 20 milyon pezo tutarında ve maksimum 125 baz puan alım-satım fiyatları arasındaki açıklığı dahilinde sürekli olarak çift taraflı kotasyon vermeleri, faaliyetlerinin değerlendirilmesi için otoritelere istenen tüm bilgilerin sağlamaları sayılabilir.

Piyasa yapıcıların yükümlülüklerine karşı verilen haklar da mevcuttur. Birincil ihaleden sonra devlet borçlanma senetlerini alma hakkı verilmiştir. Bu hakka "Ek Satış Hakkı" (Green Shoe) denilmektedir. Ağırlıklı ortalama faiz oranı üzerinden ve ihale tutarının maksimum %20'si tutarında tanınan bu hakka göre, ihalesi gerçekleşen sabit getirili devlet borçlanma senetleri ve ihalede rekabetçi teklifte bulunan piyasa yapıcılar faydalanmaktadır. Ayrıca piyasa yapıcılar Merkez Bankası'ndan mevcut sabit getirili devlet borçlanma senetleri ihraç tutarının %2'si kadar ve mevcut devlet borçlanma senetlerinin %4'ü kadar borçlanma imkanı tanınmaktadır.

Meksika piyasa yapıcılığı sitemi sadece sabit getirili devlet borçlanma senetleri için geçerlidir. Bunlar hükümetin borçlanma senetlerinin sadece %35'ini temsil

etmektedir ve piyasa yapıcı olmak için ilgi yüksektir. Meksika piyasa yapıcılığı sisteminin piyasada likiditeyi artırması gibi avantajların yanında yükümlülüklerin ve hakların dengelenmemiş olması ve piyasa yapıcı seçiminde kullanılan indeksleme bazı kuruluşlara diğerlerine göre rekabet üstünlüğü sağlayabilmesi dezavantajlarındandır. Piyasa yapıcılar Merkez Bankası Ve Maliye Bakanlığı'nın denetimine tabidirler (Yüce, 2012:93-95)

2.5.2.4. Pakistan'da Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Pakistan'da piyasa yapıcılığı sistemi 2000 yılında kurulmuştur. Merkez Bankası tarafından seçilen piyasa yapıcılar sayısı kurulduğunda 7 iken 2011 itibariyle 11'dir. Kısa vadeli (1 yıl) ve uzun vadeli (1 yıldan daha uzun) olarak çıkartılan devlet borçlanma senetleri ihalelerine sadece piyasa yapıcılar teklif verebilmektedir. Bireysel olarak katılmak isteyenler piyasa yapıcı aracılığıyla katılmaktadır. İhaleler Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir.

Pakistan'da piyasa yapıcı olabilmek için bazı kriterler yer almaktadır. Öncelikle piyasa yapıcılar, Bankalar, Kalkınma Finans Kurumları (Development Finance Institution), Kalkınma Bankası, kayıtlı aracılar arasından seçilmektedir. Piyasa yapıcıların minimum 500 milyon PKR öz kaynağa sahip olması gerekmektedir. Güçlü yönetim ve pazarlama göstergesi olarak piyasa yapıcıların gerçekleştireceği tüm işlemler bilgisayara dayalı olarak gerçekleştirilmekte ve sahip olunması gereken ofis gereçleri belirtilmektedir. Ayrıca hazine işlemlerini gerçekleştirecek personelin 5 yıllık bir tecrübeye sahip olması istenmektedir. Ayrıca çift taraflı kotasyon ile birincil ve ikincil piyasada talep oluşturulması beklenmektedir. Piyasa yapıcı olarak seçilmede adayın son bir yıl içerisinde ikincil piyasada işlem seviyesi kriter olmaktadır.

Piyasa yapıcılara tanınan bazı haklar vardır. Devlet borçlanma senetleri ihalelerine sadece piyasa yapıcılar katılmaktadır. Piyasa yapıcı dışındakiler ikincil piyasadan almaları gerekmektedir. Piyasa yapıcılar devlet borçlanma senetlerinde açık pozisyon alabilmektedir. Piyasa yapıcıların açık pozisyonunu karşılayamaması halinde Merkez Bankası takdirine bağlı olarak farklı seçeneklerde yardım

edebilmektedir. Bu yönde Merkez Bankası'nın vermiş olduğu karar bağlayıcıdır. Piyasa yapıcılar repo yoluyla açık pozisyon işlemlerini gerçekleştirebileceklerdir. Bu işlemler için maksimum süre, hazine bonoları için üst üste 3 ay, devlet tahvilleri içinse iki haftadır. Ancak Merkez Bankası haftalık bazda bu işlemlere ilişkin rapor istemektedir. Merkez Bankası ayrıca piyasa yapıcıların düzenlemelere ilişkin olarak danışmanlığını talep etmektedir.

Piyasa yapıcılar bütün ihalelere katılmakla yükümlüdürler. Ayrıca uzun ve kısa vadeli borçlanma senetlerine ilişkin gerçekleştirmeleri gereken oranlar belirlenmiştir. Piyasa yapıcılar çift taraflı kotasyon vermekle yükümlüdür. 1 yıl boyunca uzun vadeli borçlanma senetlerinde, rekabetçi olmayan ihale hedefleri %5, açığa işlemleri (short sell) ise %1 olmalıdır. Her bir piyasa yapıcı ikincil piyasa işlemleri, toplam tutarın minimum %5'i olmalıdır. Piyasa yapıcılar Pakistan Merkez Bankası rapor ve bilgi vermekle yükümlüdür.

Pakistan piyasa yapıcılığı uygulaması devlet borçlanma senetleri piyasasının gelişimini sağlasa da beklenen seviye de derinleştirememiştir. Piyasada derinleşmenin sağlanması için uygulamaya piyasa yapıcı olarak banka dışındaki kuruluşların katılımı sağlanmalıdır. Yıllık olarak ihale tarihlerinin duyurulması ise piyasa yapıcılığı uygulamasının etkinliğini arttıracak diğer bir husustur. Maliye Bakanlığı bünyesinde 2005 yılında kurulan borç yönetim koordinasyon ofisinin halen sürmekte olan kapasite artırılma çalışmalarını takiben borç yönetiminin Maliye Bakanlığı bünyesinde gerçekleştirilmesi borç yönetimini para politikasından ayıracak ve hükümetin Merkez Bankası'ndan doğrudan borçlanarak yarattığı enflasyon bakısını azaltacaktır. Pakistan piyasa yapıcılar yıllık sözleşmeler güncel bitim tarihinin bitimine 30 gün kala yazılı başvurusu halinde yenilenmektedir. Merkez Bankası piyasa yapıcıların seçilmesi ya da statülerinin sona ermesi konusunda tek yetkili kurumdur (Yüce, 2012:96,98).

III. BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

3.1. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı sistemi Mayıs 2000 yılından beri uygulanmakta olup sistemin uygulanmasına Mayıs 2001 – Eylül 2002 döneminde mali piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle ara verilmiştir. 2000 yılında başlayan birinci dönemde 19 Piyasa Yapıcısı yer almaktayken, ara verilen dönemden sonra başlayan ikinci dönemde bu sayı 10'a düşmüştür. Üçüncü dönemde bir bankanın eklenmesiyle Piyasa Yapıcıların sayısı 11'e ulaşmış ve dördüncü dönemde sistemde 12 banka yer almış ve 2013 yılı itibarıyla bir bankanın daha eklenmesiyle söz konusu sistemde 13 banka yer almaktadır. 2010 – 2011 döneminde istisnai olarak bir buçuk yıl olarak süren sistemde, mevcut durumda 2013 yılı Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulanmaktadır. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca ülkemizde sadece bankalar Piyasa Yapıcı olabilmektedir. Piyasa Yapıcı seçilebilmek için aday olan bankaların, Hazine Müsteşarlığınca belirlenen "Piyasa Yapıcılığı Yeterlilik Kriterleri"ni sağlamaları gerekmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2013:85).

2019 Yılı Piyasa Yapıcılığı Yeterlilik Kriterleri;

1. Piyasa Yapıcı seçilebilmek için aday olan bankanın bağımsız denetimden geçmiş ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna sunulmuş olan en son mali tabloları itibarıyla sermaye yeterliliği oranının yüzde 12'nin altında olmaması,

2. Üçer aylık piyasa yapıcılığı dönemleri kapsamında başvuru yapmak isteyen bankaların kriter değerlendirme dönemlerinde;

   a) Birincil piyasada gerçekleştirilen DİBS ihraçlarından yapılan alım tutarının 1,20 milyar TL'nin altında olmaması,

b) Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasındaki DİBS kesin alım satım işlemleri (kendinden kendine işlemler hariç) ile Borsa İstanbul'a tescil ettirilen işlemlere ilişkin tutarının 6,0 milyar TL'nin altında olmaması gerekmektedir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019).

3.2. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi Geçmişi

Türkiye'de piyasa yapıcı seçilebilme kriterleri ile gelişmiş ülke uygulamalarının birlikte değerlendirildiğinde ülkemizin gelişmiş ülkelere göre daha kırılgan olması sebebiyle gelişmekte olan ülke uygulamalarına benzer finansal yeterlilik gibi kriterler ve ikincil piyasaların likiditesinin ve derinliğinin az olmasından dolayı DİBS ikincil piyasana ilişkin performanslar değerlendirilmiştir. Ancak piyasa yapıcı olarak sadece bankaların seçilmesi finansal sektörün diğer katılımcıları ve özellikle daha küçük katılımcılarının gelişmesini engellenmemesi piyasa yapıcı olarak kamu ve özel sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta kurumlarının da katılımı çeşitlilik sağlaması, rekabetin artması ve derinlik için önemli olduğu düşünülmektedir (Yüce, 2012:142-143).

Piyasa yapıcılığı sistemi, IMF'ye verdiğimiz taahhütlerde de yer almaktadır. 9 Aralık 1999 tarihli IMF Niyet Mektubunun 51. maddesinde "*İç borç yönetimi, devlet kağıtları piyasasına piyasa yapıcılığı (primary dealer) sisteminin getirilmesi ile iyileştirilecektir. Piyasa Yapıcılar iki yönlü fiyat kote etmeyi ve hazine ihalelerine katılmayı taahhüt edeceklerdir. Bu durum, Türk bono ve tahvil piyasasını birçok Avrupa Birliği ülkesindeki uygulamalarla uyumlu hale getirecek ve likiditesini artıracaktır. Piyasa yapıcılığı uygulamasının başlatılması ikinci gözden geçirmenin tamamlanmasında yapısal kriter (structural benchmark) olacaktır* (Hazine Müsteşarlığı, 1999).

Kasım ayının son 10 günü ve Aralık ayı başlarında Türk mali piyasalarında çalkantıların yüksek olduğu bir dönem yaşanmıştır. Daha sonra TMSF tarafından devralınan orta ölçekli bir bankanın finansal sorunları ve bu bankanın elinde tuttuğu geniş devlet tahvilleri stoğunu ikincil piyasada satması, başlıca piyasa yapıcılarının

devlet kağıtları üzerindeki oranları açıklamalarını askıya almalarına yol açmıştır. Bu durum, faiz oranlarının %100-200'e yükselmesine rağmen büyük çaplı bir sermaye çıkışını başlatmıştır. Aynı zamanda, Merkez Bankası aşırı yüksek faiz oranlarının bankacılık sistemi üzerindeki etkisinden endişe ederek, Net İç Varlıklar arzını program koridorunun çok üstünde arttırmıştır. Bu olaylar, uluslararası piyasaların gelişmekte olan ekonomilere olan olumsuz bakış açısı doğrultusunda döviz rezervlerinde 6 milyar ABD Dolarlık bir kayba yol açmıştır. 30 Kasım'da Merkez Bankası piyasaya likidite sağlamayı durdurduğunu açıklayarak, bu yolla rezerv kaybını durdurmuştur. Ancak, faiz oranları %1000'in üzerine fırlamıştır (TCMB IMF Niyet Mektubu, 2000).

Program çerçevesinde, bütçenin faiz dışı dengesindeki iyileşme ve Hazine'nin dış borçlanma imkanlarındaki artış 2000 yılında iç borçlanma ihtiyacını azaltmış ve Hazine itfaların altında borçlanmıştır. Bu gelişme, bankaların menkul değerler cüzdanının azalmasına neden olmuştur. Menkul değerler cüzdanının toplam aktifler içindeki payı 1999 yılı Kasım ayında yüzde 18,1 iken bu pay 2000 yılı Kasım ayında yüzde 10,6'ya gerilemiştir. Hazine Müsteşarlığı 2000 yılı Mayıs ayında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) ihracında ve ikincil piyasa işlemlerinde etkinliği artırmak amacıyla Piyasa Yapıcılığı sistemine geçmiş ve belirlenen kriterlere göre 19 özel ve yabancı sermayeli banka piyasa yapıcısı olarak seçilmiştir. Yeni sistem, seçilen bankaların DİBS piyasasında ihtisaslaşmalarına ve portföylerinde DİBS'in payının artmasına neden olmuştur.

8 Mayıs 2000 tarihinde Hazine, Devlet İç Borçlanma Senedi ihalelerinde Piyasa Yapıcılığı sistemine geçti. Önceden belirlenen koşullan yerine getiren 19 banka piyasa yapıcısı olarak belirlendi. 2000 yılında, program uygulanmasına başlamadan önce, bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amacıyla mali yapısı yetersiz beş banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından devralınmıştır. Daha sonra, BDDK'nın faaliyete geçmesini takiben 27 Ekim 2000 tarihinde iki bankanın, 6 Aralık 2000 tarihinde de piyasa yapıcısı olarak seçilen bir bankanın (Demirbank) TMSF'na devredilmesiyle, Fon'daki banka sayısı 11'e yükselmiştir. Fon'a devredilen bankaların aktif büyüklüğü sektörün aktif büyüklüğünün yaklaşık % 8'ini oluşturmaktadır (TCMB, 2000:93-103).

Piyasa yapıcılığı sistemi; 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 3. Maddesi'nde *"Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş bankalara Müsteşarlık tarafından bazı hak ve görevler verilmesini içeren sistem,*" olarak ifade edilirken aynı maddede piyasa yapıcısı ise *"Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş bankayı*", ifade edilmektedir. Ayrıca kanunun 12. Maddesinde *"Müsteşarlık, piyasa yapıcılığı sistemini kurmaya, sistemin işleyiş esaslarını belirlemeye ve işleyişi ile ilgili her türlü tedbiri almaya veya sistemi kaldırmaya yetkilidir.*" ifadesi yer almaktadır.

Ülkemizde piyasa yapıcılığına ilişkin yetkili mercii Hazine Müsteşarlığıdır. Piyasa yapıcı bankalar ve Müsteşarlık arasında yıllık olarak imzalanan piyasa yapıcılığı sözleşmesi ile piyasa yapıcılara tanınan imtiyaz ve yükümlülükleri düzenlenmektedir.

Sağlıklı bir şekilde piyasa yapıcılığı sistemin yürütülebilmesi için piyasa yapıcı olarak seçilen bankaların bir takım kriterlere uymak zorunluğu bulunmaktadır: Birincisi piyasa yapıcı bankaların likidite sıkışıklığı durumunda görevlerini yerine getirememesi durumunda belli bir asgari sermaye tutarına sahip ve asgari sermaye rasyonunun yasalarla belirlenen tutarda olması gerekmektedir. İkincisi piyasa yapıcı bankaların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası temsilciliğini belli bir süredir yapıyor olması gerekmektedir. Ayrıca bu piyasada işlem yapabilmesi ve bunu sürdürmesi için yeterli sayıda ve nitelikte personele sahip olması gerekmektedir. Üçüncüsü ise piyasa yapıcıların birincil ve ikincil piyasalarda repo-ters repo ve kesin alım-satım işlem hacimin varlığıdır (Yılmaz, 2005:73).

Hazine Müsteşarlığı piyasa yapıcı seçilen bankalara sözleşme kapsamında sistemin etkinliğinin sağlanması için birincil ve ikincil piyasada bir takım ayrıcalıklar vermiştir. Sistem kapsamında piyasa yapıcılar borçlanma piyasasında piyasa yapıcısı unvanına sahiptirler. Piyasa yapıcılara birincil piyasa da sağlanan haklar kapsamında ihalelere teminatsız katılım hakkı, ROT verme hakkı, TAP satışlarla halka arza aracılık

etme hakkı, geri alım ihalelerine katılma hakkı, ihale sonrası teklif verme hakkı ve piyasa yapıcı ihalede kazandığı net tutarın belirli bir oranına denk gelen tutarda kıymeti başka kıymetlerle değiştirebilecektir. Ayrıca Hazine kısa vadeli nakit işlemlerini sadece piyasa yapıcılarla gerçekleştirecektir.

3.3. DİBS Piyasasının Yapısı

Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içi piyasalara ihraç edilen borçlanma senetleri, devlet tahvili ve hazine bonosudur.

Tablo 9: Devlet İç Borçlanma Senedi Sahiplerine Sağlanan Çıkarlar

Temel Çıkar

FAİZ

Birincil Çıkarlar

(Faiz Getirisini Arttıran Çıkarlar)

- Başa başın altında ihraç
- Primli ihraç
- İkramiyeli ihraç
- Vergisel avantaj

İkincil Çıkarlar

(Diğer Menfaat Sunan Çıkarlar)

- İstenildiği an paraya çevrilme
- İhaleye teminat olarak verme
- Ön alım hakkı
- Vergi borcunu ödemekte kullanılması
- Haczedilemez oluşu

Devletin borçlanma yoluyla kaynak sağlayabilmesi için tasarruf sahiplerine borç vermeye ikna edebilmesi gerekmektedir. Devletin sunduğu temel çıkar faizdir. Fakat bazen tek başına faiz getirisi kişilere yeterli gelmeyebilmektedir. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda devletin kişilere faiz dışında da bazı çıkarları sunmak durumunda kalmaktadır.

Faiz, alacaklıya sunulan temel çıkardır. Faiz dışında sunulan çıkarları birincil çıkarlar ve ikincil çıkarlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birincil çıkarlar faiz getirisini arttıran ve yalnızca gerekli durumlarda uygulamaya konulurken, ikincil

çıkarlar ise devlete mali yük getirmeyen ve her zaman uygulamada olan çıkarlardır (Bülbül, 2018:440).

Alacaklara sağlanan temel avantaj olan faiz, borçlanan tarafın sahip olduğu risk yakından ilişkilidir. Riski yüksek olan kesimlere borç verenler ya zorunluluktan dolayı ya da riskin maliyetini dikkate almaktadırlar. Bu nedenle faiz oranını etkileyen unsurlar; borcun vadesi yani vade uzadıkça belirsizliğin buna bağlı olarak risk artacak sonucunda faiz oranı da artacaktır. Devletin paraya olan ihtiyacın şiddeti, borç verenlerin psikolojik durumu ve konjonktürel dalgalanmalar da faiz oranını etkilemektedir (Köktaş, 2014:400).

Birincil Çıkarlar

Başabaşın Altında İhraç: Devlet tahvillerinin üzerinde yazılı değer olan itibari veya nominal değerden ihraç edilmesidir. Bu yöntemde devlet, tahvili nominal değerin altında bir bedel ile satışa çıkarmakta ancak vade tarihinde nominal değerden ödeme yapmakta hatta faizi de nominal değer üzerinden hesaplayarak tasarruf sahibine faiz getirisi yanında ek olarak ihraç farkından getiri de sağlamaktadır (Bülbül, 2018:440).

Devletin böyle bir uygulamaya gitmesindeki etken, devletin piyasalardan normal şartlarda borçlanamamasıdır. Devlet, direkt olarak faiz oranlarını arttırmak yerine elde edilecek gerçek faizi örtük olarak yani zımnen arttırmaktadır. Böylece kredi riskinin açıkça zedelenmesinin önüne geçmiş olmaktadır. Ancak başabaşın altında tahvil ihracın olumsuz yönleri de bulunmaktadır: Devletin ileride zorlanabileceği bir yük altına girmesi ve sonucunda gelecek nesillerin üzerinde bu yükün oluşması, tahvillerin daha çok zengin kesim tarafından alınması sonucunda gelir dağılımını bozması, yapılan borçlanmanın açıklık ilkesini olumsuz etkilemekte ve ileride konversiyona başvurma olanağını azaltmaktadır (Köktaş, 2014:402).

Primli İhraç: Devletin, nominal değerden ihraç edilen tahvile vade tarihinde, anapara ve faiz getirisine ek ödeme yapılması sonucunda tahvil ihracını kolaylaştıracak ve hedeflenen finansman kaynağına ulaşacaktır.

İkramiyeli İhraç: Tahvil ihracında alıcılar arasında kura usulü ile belirlenen tahviller vadesi geldiğinde yine nominal değerinin üzerinde bir bedelle geri ödenmesidir.

Vergisel Avantaj: Devlet iç borçlanma senedi sahiplerinin getirileri menkul sermaye iradı olarak sayılmakta kaynakta kesinti yoluyla vergi ödemektedirler. Bazen devlet gerekli miktarda borçlanmayı sağlayamadığı durumda vergi almaktan vazgeçebilmektedir (Bülbül, 2018:441).Türkiye'de 01.01.2008 tarihinden itibaren devlet tahvili ve bonoların faiz gelirleri ve elden çıkarılmasından elde edilen gelirler ile ilgili istisna uygulamaları kalkmıştır (Köktaş, 2014:403).

İkincil Çıkarlar

İstenildiği an paraya çevrilme: Devlet iç borçlanma senedi sahipleri ellerindeki senetleri istedikleri zamanda kırdırıp, vadesinden önce paraya çevirme hakkı bulunmaktadır.

İhaleye teminat olarak verme: Devlet ihalelerine katılanların yatırmak zorunda oldukları teminatlar için ellerinde bulunan tahvil ve hazine bonoları gibi menkul değerleri para gibi kullanılmasındaki amaç gerçek faizi arttırma eğiliminde olmayıp, tahvil ve bonoların kullanım alanlarını genişletmektir.

Ön alım hakkı: Devletin yeni borçlanma senetleri ihraç ettiğinde öncesinde mevcut olan tahvil sahiplerini arar ve almak istiyorsa da senetleri önce onlara satmalı eğer onlar da almak istemezse diğerlerine satmasıdır.

Vergi borcunu ödemekte kullanılması: Vergi borcunu ödemek isteyen mükellefin ellerindeki tahvilleri nominal değerden para gibi kullanıp yükümlülüklerini yerine getirmesidir.

Haczedilemez oluşu: Devlet iç borçlanma senetlerine haciz konulamamaktadır (Bülbül, 2018:442)

3.3.1. Devlet Tahvilleri

Devletin bütçe açıklarını kapatmak ve yatırımları finanse etmek için, kişi ve kurumlardan yaptığı borçlanma karşılığında verdiği bir yıl ve daha uzun vadeli olan, ihale ile satılan ve üzerinde faiz kuponu bulunan iç borçlanma senetlerine devlet tahvili denir. Devlet tahvilleri hem devlet kurum ve bankalar tarafından hem de özel bankalar aracılığıyla satılabilmektedir. Ancak özel bankaların tahvil gelirinden bir pay almakta bu durum tahvilin net getirisini azaltan bir unsurdur. Tahvil satın almak isteyen tasarruf sahipleri de tahvile yatırılan paranın risksiz olmasına ve getirisine dikkat ederler. Tasarruf sahipleri için devlet güvenilir bir borçlu konumundadır. Tahvile yatırılan paranın sağlayacağı getiri tasarruf sahipleri için faiz getirisi iken devlet açısından bir gider olarak ifade edilmektedir. Devlet açısından faiz politikasında esas olan, ekonomide dengeyi sağlayacak şekilde birikimi artırmak, kredileri verimli üretim alanlarında değerlendirerek kaynak dağılımında kalkınmayı hızlandırılmasına katkı sağlamaktır. Devlet tahvile yatırılan paranın faiz oranını belirlerken bu esasları göz önünde bulundurmalıdır (Işık vd., 2005:70).

3.3.2. Hazine Bonosu

Hazine Bonosu, Hazine Müsteşarlığı adına Merkez Bankası tarafından çıkarılmakta bir yıl ve daha kısa vadeli borçlanma senetleridir. Hazine bonolarının faiz oranlarını önceden Hazine Genel Müdürlüğünce tespit edilirdi. 28.02.1973 yılında Maliye Bakanlığınca yayınlanan bir tebliğ ile faiz oranın kendiliğinden oluşması tercih edilirken 1974 yılının başından itibaren bonolar ihale yöntemine göre satışı yapılmış ve faiz; vade ve miktar alıcıların teklifine bırakılmıştır. Hazine Bonosu çıkartma ve çıkarılacak miktarın tespiti yetkisi 1963-71 yıllarında bütçe kanunlarıyla Maliye Bakanlığına verilmiş, 1972-74 döneminde çıkartma yetkisi Maliye Bakanlığı, çıkarılacak miktarın tespiti Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankasına birlikte verilmiştir. 1975-1985 yılına kadar bu yetki tekrar Maliye Bakanlığına verilmişse de 1985 yılından itibaren ise Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının bağlı olduğu bakana yetki verilmiştir. Bonoların vergi, resim, harç ve fonlardan istisna tutulması, haciz

edilememesi, geri ödenmeme riskinin olmaması, ihalelerde teminat olarak kabul edilmesi ve karşılıklarında Merkez Bankasından kredi alınabilmesi gibi özellikleri nedeniyle talebi artmaktadır (Ulusoy, 2009:76-78).

3.4. Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sistemi Uygulamaları

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun uyarınca ülkemizde sadece bankalar Piyasa Yapıcı olabilmektedir. Piyasa Yapıcı seçilebilmek için aday olan bankaların, Hazine Müsteşarlığınca belirlenen "Piyasa Yapıcılığı Yeterlilik Kriterleri"ni sağlamaları gerekmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2013:85).

Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı bünyesinde devlet iç borçlanma senetleri piyasa yapıcılığı sistemi ve özel sektör borçlanma araçları piyasa yapıcılığı sistemi olmak üzere iki farklı piyasa yapıcılığı sistemi uygulanır.

3.4.1.Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Devlet iç borçlanma senetleri piyasa yapıcılığı sisteminin esasları ve piyasa yapıcısı kuruluşlar Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenir. Piyasa yapıcısı kuruluşlar Borsanın işleyiş kurallarına uyarak, çift taraflı kotasyon vermek zorunda oldukları ölçüt ihraçlar için piyasa yapıcısı kotasyonu girebilirler. Piyasa yapıcısı kotasyonları PY ek koduyla alım satım sistemine iletilir. Alım satım sistemine PY ek kodu ile girilen emirler en iyi emirler ise piyasa izleme ekranlarına yansıtılır. Bu şekilde tüm piyasa katılımcıları ölçüt menkul kıymetlerde piyasa yapıcılarının emirlerini görme imkanına sahiptir. Piyasa yapıcısı kuruluşların, Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen çift taraflı kotasyon yükümlülükleri Borsa tarafından takip edilir ve ihlal gerçekleşmesi halinde Hazine Müsteşarlığına ve ihlali gerçekleştiren kuruluşa bildirim yapılır.

3.4.2. Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Borçlanma Araçları Piyasasında işlem gören tüm özel sektör borçlanma araçları ve kira sertifikaları için piyasa yapıcılığı sistemi uygulanabilir. Piyasa yapıcısı olarak faaliyette bulunacak yatırım kuruluşlarının açıklanmış bağımsız denetimden geçmiş son mali tablolarındaki öz sermaye tutarının en az 10 milyon TL olması gerekir. Borçlanma Araçları Piyasasında işlem yapan tüm yatırım kuruluşları piyasa yapıcısı olmak için ihraç öncesi veya ihraç sonrası taahhütname imzalayarak başvuruda bulunabilirler. Başvurular Borsa Genel Müdürlüğü tarafından değerlendirilerek karara bağlanır. Borsa tarafından yapılacak değerlendirmede piyasa yapıcısı olmak isteyen kuruluşun;

a.) Geçmiş dönemdeki Kesin Alım Satım Pazarı işlem hacmi,

b.) Geçmiş dönemdeki temerrüt durumu,

c.) Geçmiş dönemki piyasa yapıcılığı durumu performansı, Piyasa yapıcılığı faaliyetini yerine getirebilecek yeterlilikte işlem yapma limitinin olması hususları göz önünde bulundurulur. Değerlendirme neticesinde piyasa yapıcısı olması kararlaştırılan üye ve piyasa yapıcısı olarak hizmet vereceği menkul kıymet Borsa tarafından KAP'ta ilan edilir. Bir yatırım kuruluşu birden fazla menkul kıymet için piyasa yapıcısı olabileceği gibi, bir menkul kıymet için birden fazla piyasa yapıcısı da olabilir. Bir yatırım kuruluşunun piyasa yapıcılığı menkul kıymetin vadesi boyunca devam eder. Piyasa yapıcısı kuruluş 5 işlem günü öncesinden Borsaya yazılı olarak bildirmesi şartıyla menkul kıymet bazında piyasa yapıcılığından çekilebilir. Piyasa yapıcısı kuruluşlar, piyasa yapıcısı oldukları menkul kıymetlerde saat 09:45-12:00 ve 13:00- 13:45 saatleri arasında aynı gün valörlü, çift taraflı kotasyon vermek zorundadırlar. Emirlerin tamamen veya kısmen gerçekleşmeleri veya iptal edilmeleri halinde 10 dakika içinde sisteme yeni emir girişi yapılması zorunludur. Piyasa yapıcı kotasyonları "OPY" ek kodu ile sisteme iletilir. Piyasa yapıcısının, bir menkul kıymette "OPY" kodu ile aynı anda sadece bir alış ve bir satış emri bulunabilir. Piyasa yapıcısı yeni alış ve satış emri girdiğinde mevcut alış ve satış emirlerinin kalan kısımları otomatik olarak iptal edilir. Olağanüstü durumların oluşması halinde, piyasa yapıcısı kuruluşların piyasa yapıcılığı

faaliyetleri menkul kıymet bazında ya da tamamen kendi talepleri üzerine ya da resen Genel Müdürlük tarafından geçici olarak durdurulabilir. Bu durum KAP'ta ilan edilir.

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 14 Aralık 2018 tarihli "2019 Dönemi Piyasa Yapıcı Bankalara İlişkin Basın Duyurusu" çerçevesinde Ocak – Aralık 2019 döneminde Piyasa Yapıcı olarak faaliyet gösterecek bankalar aşağıdaki gibidir.

- AKBANK T.A.Ş.
- VAKIFBANK A.Ş
- DENİZBANK A.Ş.
- HSBC BANK A.Ş.
- ING BANK A.Ş.
- QNB FİNANSBANK
- TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.
- T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.
- GARANTİ BANKASI A.Ş.
- HALK BANKASI A.Ş.
- İŞ BANKASI A.Ş.
- YAPI KREDİ BANKASI A.Ş. (www.borsaistanbul.com)

Tablo 10: Dönemler İtibariyle Piyasa Yapıcısı Olan Bankalar

2000-2001 DÖNEMİ	2002-2003 DÖNEMİ	2003-2004 DÖNEMİ	2004-2005 DÖNEMİ
1-İktisat Bankası T.A.Ş. 2- ABN Ambro Bank 3- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. 4- Akbank T.A.Ş 5- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 6- Alternatif Bank 7- Ulusal Bank 8- The Chase Manhattan Bank 9- T. İş Bankası A.Ş. 10- Citibank 11-Türk Ekonomi Bankası 12- Demirbank T.A.Ş. 13- Osmanlı Bankası 14- T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. 15- Birleşik Türk Körfez Bankası 16- Finansbank A.Ş. 17- Koçbank A.Ş. 18- T. Garanti Bankası A.Ş. 19- Kentbank	1- Akbank T.A.Ş. 2- Finansbank A.Ş. 3- HSBC Bank A.Ş. 4- Oyakbank A.Ş. 5- T.C. Ziraat Bankası A.Ş 6- T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. 7- T. Garanti Bankası A.Ş. 8- T. İş Bankası A.Ş. 9- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 10- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1- Akbank T.A.Ş. 2- Finansbank A.Ş. 3- HSBC Bank A.Ş. 4- Oyakbank A.Ş. 5- T.C. Ziraat Bankası A.Ş 6- T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. 7- T. Garanti Bankası A.Ş. 8- T. Halk Bankası A.Ş. 9- T. İş Bankası A.Ş. 10- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 11- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1- Akbank T.A.Ş. 2- Deutsche Bank A.Ş. 3- Finansbank A.Ş. 4- HSBC Bank A.Ş. 5- Oyakbank A.Ş. 6- T.C. Ziraat Bankası A.Ş 7- T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. 8- T. Garanti Bankası A.Ş. 9- T. Halk Bankası A.Ş. 10- T. İş Bankası A.Ş. 11- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 12- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
2005-2006 DÖNEMİ	**2006-2007 DÖNEMİ**	**2007-2008 DÖNEMİ**	**2008-2009 DÖNEMİ**
1- Akbank T.A.Ş. 2- Deutsche Bank A.Ş. 3- Finansbank A.Ş. 4- HSBC Bank A.Ş. 5- Oyakbank A.Ş. 6- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. 7- T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. 8- T. Garanti Bankası A.Ş. 9- T. Halk Bankası A.Ş. 10- T. İş Bankası A.Ş. 11- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 12- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1- Akbank T.A.Ş. 2- Deutsche Bank A.Ş. 3- Finansbank A.Ş. 4- Fortisbank A.Ş. 5- HSBC Bank A.Ş. 6- Oyakbank A.Ş. 7- T. Garanti Bankası A.Ş. 8- T. Halk Bankası A.Ş. 9- T. İş Bankası A.Ş. 10- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 11- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. 12- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1- Akbank T.A.Ş. 2- Deutsche Bank A.Ş. 3- Finansbank A.Ş. 4- Fortisbank A.Ş. 5- HSBC Bank A.Ş. 6- Oyakbank A.Ş. 7- T. Garanti Bankası A.Ş. 8- T. Halk Bankası A.Ş. 9- T. İş Bankası A.Ş. 10- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 11- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. 12- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1- Akbank T.A.Ş. 2- Deutsche Bank A.Ş. 3- Finansbank A.Ş. 4- Fortisbank A.Ş. 5- HSBC Bank A.Ş. 6- Oyakbank A.Ş. 7- T. Garanti Bankası A.Ş. 8- T. Halk Bankası A.Ş. 9- T. İş Bankası A.Ş. 10- T. Vakıflar Bankası T.A.O. 11- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. 12- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

3.5. Türkiye'deki Piyasa Yapıcılığı Sözleşmeleri

3.5.1. 2003-2004 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

Piyasa yapıcılığı sistemine Akbank, Finansbank, HSBC Bank, Oyak Bank, T.C. Ziraat Bankası, T. Dış Ticaret Bankası, T. Garanti Bankası, T. İş Bankası, T. Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası'na ek olarak T. Halk Bankası piyasa yapıcı bankalara dahil olmuştur.

1.Piyasa Yapıcıya Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

1) 2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 17:00'a kadar ihale sonrası teklif verebilir iken 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde 14:00'a kadar teklif verebileceği belirtilmiştir.
2) 2002 - 2003 dönem sözleşmesinde her bir piyasa yapıcının ihale sonrası tekliflerine ilişkin olarak yapılacak satışların azami tutarının, piyasa yapıcının 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 uygulamadaki ihale sistemine göre iki şekilde hesaplanacağı belirtilmiştir. Tek fiyat ihale sisteminde her bir piyasa yapıcıya, ihale sonrası tekliflerin azami tutarının piyasa yapıcının 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 teklifle toplamının % 40'ı kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış yapılacağı belirtilmiştir.
3) "Piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren TL ve döviz cinsi tüm senetler için ihale günü saat 16:00'ya kadar değişim teklifi verebilir" şeklinde bir ifade eklenmiştir.

2.Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

2002-2003 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde kotasyon verme yükümlülüğü İMKB Tahvil ve Bono Piyasasını açık olduğu her gün 09:30-12:00, 13:00-16:00 arasında iken, 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde bu yükümlülük her gün 9:45-12:00, 13:15-16:00 saatleri arasında belirlenmiştir.

3.Müsteşarlığın Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

Değişim ve geri alım ihalelerine sadece piyasa yapıcılar katılabilirken 2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında "TRT140606F16 ve TRT160604F16 ISIN kodlu takas senetlerine ait ihalelere piyasa yapıcısı olan bankalar dışındaki diğer yatırımcılar da katılabilir" ibaresi eklenmiştir.

4.Sözleşmenin Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşme 31.08.2004 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (Karaçam,2014:62-65).

3.5.2. 2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

Piyasa yapıcılığı sistemi, Akbank, Finansbank, HSBC Bank, Oyak Bank, T.C. Ziraat Bankası, T. Dış Ticaret Bankası, T. Garanti Bankası, T. İş Bankası, T. Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası'na ek olarak Deutsche Bank A.Ş. piyasa yapıcı bankalara dahil olarak uygulamaya başlanmıştır.

1. Piyasa Yapıcıya Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

2003-2004 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Piyasa yapıcı ihale kazandığı net tutarın %5'ine kadar olan tutarda değişim amacıyla iade edebilir" ifadesi, 2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Rekabetçi olmayan teklif tutarı ile ihalede

kazandığı net tutarın toplamının %5'ine kadar olan tutar değişim amacıyla iade edilebilir" olarak değişmiştir.

2. Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

1) Ölçüt ihraçlar için alım - satım kotasyonları arasındaki azami açıklık yeniden belirlenmiştir.

Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (Faiz Puanı)
-%19,99	0,25
%20,00-%39,99	0,5
%40,00-%59,99	1,0
%60,00-	105

2) Verilen kotasyonlardan işlem gerçekleşmesi sonucunda kotasyon büyüklüklerinin 5 trilyon TL'nin altına düşmemesi maddesi eklenmiştir.

3. Sözleşmenin Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşme 31.08.2005 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (2004-2005 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi).

3.5.3. 2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin piyasa yapıcılığı Sözleşmesi imzalanan bankalarda bir değişiklik olmamış ve önceki dönem sözleşme imzalanan bankalarla yola devam edilmiştir.

1. Piyasa Yapıcıya Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

1. 2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcılar rekabetçi olmayan tekliflerin karşılanması yoluyla yapılacak toplam ihraç tutarı ihaleye ilişkin üst limiti %10 aşmayacak şekilde ROT verebilmekteydi. 2005-2006 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yapılan değişiklikle toplam ihraç tutarı ihaleye ilişkin üst limitin %30'unu aşmayacak şekilde ROT verebileceği belirtilmiştir.
2. 2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Piyasa yapıcı, rekabetçi olmayan teklif ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın %5'ine kadar olan değişim amacıyla iade edebilir." maddesine "Ayrıca, piyasa yapıcıya, sadece Müsteşarlıkça belirlenecek olan DİBS'lerin iadesi karşılığında olmak üzere, mevcut %5'lik değişim imkanına ilave olarak, Müsteşarlıkça belirlenecek ihalelerde rekabetçi olmayan teklif ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın %5'ine kadar olan miktarda ilave DİBS alım imkanı sağlanabilir. Söz konusu ilave değişim imkanının sağlanmasına Müsteşarlıkça karar verilmesi durumunda ilgili ihalelerden önce duyuru yapılır." cümlesi eklenmiştir.

2. Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

1. İskontolu DİBS'ler için kotasyonlar yıllık basit faiz üzerinden belirlenen ve kotasyonlar arası açıklık, alım kotasyonunun denk geldiği faiz aralığı aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir.

Faiz Aralığı (Alım Kotasyonu İçin)	Alım Satım Kotasyonları Arasındaki Azami Açıklık (Faiz Puanı)
-%9,99	0,13
%10,00-%19,99	0,25
%20,00 ve üzeri	0,50

2. 2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde kuponlu DİBS'ler için fiyat üzerinden verilecek olan alım satım fiyatları arasındaki açıklık azami 1000 TL iken, 2005-2006 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde açıklık azami 0,5 TL'dir.

3. Müsteşarlığın Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ROT tutarının ihale için belirlenen üst limitin %10 aşması durumunda, %10'luk miktar, teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılır iken, 2005-2006 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ROT tutarının ihale için belirlenen üst limitin %30 aşması durumunda, %30'luk miktar, teklif sahiplerine teklifleri oranında dağıtılacağı belirtilmiştir.

4. Ölçüt İhraçlar İle İlgili Değişiklikler

2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde vadesine 91 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkarken, 2005-2006 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde vadesine 182 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkmaktadır.

5. Sözleşmenin Askıya Alınması Ve Feshi İle İlgili Değişiklikler

2004-2005 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde, piyasa yapıcı yükümlülükleri yerine getirilmediğinde Müsteşarlığın sözlü olarak uyarıda bulunacağı ifadesi, 2005-2006 dönem sözleşmesinde piyasa yapıcıların yazılı olarak uyarılması hususu ile değiştirilmiştir. Ayrıca Yeni sözleşmede 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.

6. Sözleşmenin Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşme 31.08.2006 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi).

3.5.4. 2006-2007 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sisteminde T. Dış Ticaret Bankası A.Ş. yerini Piyasa Yapıcısı banka olarak Fortisbank A.Ş.'ye bırakmıştır.

1. Piyasa Yapıcı Yükümlükler İle İlgili Değişiklikler

1. Piyasa Yapıcılarının alım yükümlülükleri; aşağıda gösterilen ihraç vadeleri için belirlenen katsayılar ile ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır.

İhraç Vadesi	Katsayı
0-3 Yıl	1
3 Yıl ve üzeri	1,3

2. Müsteşarlığın Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ROT karşılanmasıyla yapılan satış tutarı ihale günü 11:30'a kadar kamuoyuna açıklanacağı belirtirken, 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde ROT karşılanması yoluyla satış tutarı ihale günü 11:00'a kadar kamuoyuna açıklanacağı belirtilmiştir.

3. Ölçüt İhraçlar İle İlgili Değişiklikler

2005-2006 dönem piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Piyasa yapıcıların kotasyon vermekle yükümlü olduğu ölçüt ihraçlar, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmi dikkate alınarak Müsteşarlık tarafından belirlenir. Ölçüt ihraç sayısı 4'ü aşamaz." maddesi yer almaktaydı. 2006-2007 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Müsteşarlık, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmini dikkate alarak 6 ölçüt ihraç belirler ve ilan eder. Piyasa Yapıcı, Müsteşarlıkça ölçüt ihraç olarak belirlenen 6 senetten kendisinin belirleyeceği 4 ölçüt ihraca asgari 3 ay süre için kotasyon vermekle yükümlüdür. Piyasa Yapıcı, en az 1 hafta önce Müsteşarlığa bildirmek kaydıyla bir sonraki 3 aylık dönemde ölçüt

ihraçlar içerisinde değiştirme yapabilir. Vadesine 182 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkar." maddesi getirilmiştir.

4.Sözleşmenin Askıya Alınması Ve Feshi İle İlgili Değişiklikler

2005-2006 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde " Müsteşarlık tarafından yazılı olarak uyarıldıktan sonra söz konusu durumun tekrarı halinde piyasa yapıcıya ikinci kez yazılı uyarı yapılır. Yükümlülüklerin üç kez ihlal edilmesi durumunda, piyasa yapıcının sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır ve durum kamuoyuna duyurulur" maddesi, yükümlülüklerin ihlali halinde 5 (beş) defa uyarı yapılan piyasa yapıcı sözleşmesi bir ay süreyle askıya alınır." şeklinde değiştirilmiştir

5. Sözleşme Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşme 31.08.2007 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir.

6. Devir Ve Birleşme Durumu

Piyasa yapıcı bir bankanın, sözleşme dönemi içinde bir başka bankaya devredilmesi, satılması ya da bir başka banka ile birleşmesi veya başka bir banka ile yapılan herhangi bir hukuki işlem neticesinde, başka bir tüzel kişiliğe dönüşmesine neden olan bir işleme taraf olması durumunda, Piyasa Yapıcılığı unvanının geçerliliği Müsteşarlık tarafından belirlenir.

7. İrtibat Bilgileri

Piyasa yapıcı, Müsteşarlık nezdinde kendisini temsile yetkili kişi / kişilerin ad soyad, unvan ve haberleşme bilgilerini, sözleşmenin yürürlüğe girdiği tarih itibariyle Müsteşarlığa bildirir. Piyasa Yapıcı, temsilci / temsilcilerinin herhangi bir nedenle değişmesi durumunda yeni temsilci / temsilcilerin söz konusu bilgilerini 5 (beş) iş günü içinde yazılı olarak Müsteşarlığa bildirir (2005-2006 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi).

3.5.5. 2007-2008 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2007–2008 döneminde piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecek bankaları değiştirmemiştir. Bu dönemde de 12 banka piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecektir.

1. Piyasa Yapıcının Hakları İle İlgili Değişiklikler

"Piyasa yapıcılar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile konsinye işlem yapabilir." cümlesi kaldırılmıştır.

2. Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

Piyasa Yapıcılarının alım yükümlülükleri; aşağıda gösterilen ihraç vadeleri için belirlenen katsayılar ile ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır.

İhraç Vadesi	Katsayı
0-3 Yıl	1
3 -5 Yıl	1,3
4 Yılın Üzeri	1,5

3. Sözleşmenin Süresi

Sözleşme 31.08.2008 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (Karaçam, 2014:67-69)

3.5.6. 2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2008–2009 döneminde piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecek bankaları değiştirmemiştir. Bu dönemde de 12 banka piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecektir

1. Piyasa Yapıcıya Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

Perakende satış işlemleri, Müsteşarlık tarafından bu sözleşme kapsamı dışında yürütülebileceği belirtilmiştir.

2. Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

1) "İkincil piyasada kotasyon verme yükümlülüklerine ilişkin ihlaller hesaplanırken; ilgili ayda tüm piyasa yapıcılarca gerçekleştirilen toplam ihlallerin sayı ve süre ihlali bazında ayrı ayrı ortalaması alınır. Piyasa yapıcının gerçekleştirdiği sayı ve süre ihlallerinin her ikisinin de aylık ortalamalarının üzerinde kalması durumunda piyasa yapıcı ihlal yapmış sayılır." maddesine ek olarak "Aylık ortalama ihlal sayısının 1'in altında olması durumunda ortalama ihlal sayısı1 kabul edilir." ifadesi eklenmiştir.
2) 2007-2008 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcılar ölçüt ihraçlar için alım-satım kotasyonu verme yükümlülüğünü yerine getirirken karşılaştığı teknik arızalara ilişkin bilgileri, detayları ile birlikte, teknik arızanın oluştuğu günü takip eden 5 (beş) iş günü içerisinde İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğüne ve Müsteşarlığa bildirmekle yükümlü iken 2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde teknik arızanın oluştuğu günü takip eden 3 (üç) iş günü içerisinde bildirmekle yükümlüdür.

3. Sözleşmenin Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşme 31.08.2009 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (2008-2009 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi)

3.5.7. 2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2009–2010 döneminde piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecek bankaları değiştirmemiştir. Bu dönemde de 12 banka piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecektir.

1. Piyasa Yapıcılığı Seçilme Kriterleri

Piyasa yapıcısı seçilmek için başvuran bankalar belirli kıstaslara göre değerlendirilerek seçilmektedir. Başvuru yapan bankaların seçilebilmesi için;

1) Piyasa yapıcı seçilebilmek için aday olan bankanın bağımsız denetimden geçmiş ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna sunulmuş olan en son mali tabloları itibarıyla;
    a) Sermaye Yeterliliği Oranının % 12'nin altında olmaması,
    b) "Bankaların Likidite Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik" uyarınca hesaplanan ikinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranının yüzde 100'den az olmaması,

2) Başvuru tarihinden önceki son 12 aylık dönemde,

a) Birincil Piyasadaki DİBS ihraçlarından yapılan alım tutarının 1.4 milyar TL'nin altında olmaması,
b) İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki kesin alım satım işlemleri ile İMKB'ye tescil ettirilen işlemlere ilişkin tutarın 7 Milyar TL'nin altında olmaması gerekmektedir.

2. Piyasa Yapıcısına Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

2008-2009 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan "Piyasa yapıcı, rekabetçi olmayan teklif ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın %5'ine kadar olan miktarda ilave ihale DİBS'lerini ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım karşılığında; elinde bulundurduğu, ihalede satılan DİBS'ten daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Müsteşarlıkça belirlenen DİBS'leri Müsteşarlığa değişim amacıyla iade

edebilir. Geri alınacak olan DİBS'lerin fiyatları Müsteşarlık tarafından ihalelerden önce ilan edilir. Ayrıca, piyasa yapıcıya, sadece Müsteşarlıkça belirlenecek olan DİBS'lerin iadesi karşılığında olmak üzere, mevcut %5'lik değişim imkânına ilave olarak, Müsteşarlıkça belirlenecek ihalelerde rekabetçi olmayan teklif ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın %5'ine kadar olan miktarda ilave DİBS alım imkânı sağlanabilir. Söz konusu ilave değişim imkânının sağlanmasına Müsteşarlıkça karar verilmesi durumunda ilgili ihalelerden önce duyuru yapılır. Piyasa yapıcı ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren YTL ve döviz cinsi tüm senetler için ihale günü saat 16.00'ya kadar değişim teklifi ve ilave değişim imkânı sağlanması durumunda ilave değişim teklifi verebilir. " maddesi 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamaktadır.

3. Sözleşmenin Süresi İle İlgili Değişiklikleri

Sözleşme 31.08.2010 tarihine kadar geçerlidir. Müsteşarlık, bu süre sonunda, sonraki dönem için belirlenecek kriterler çerçevesinde, yeni Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi yapıp yapmamakta serbesttir (2009-2010 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi).

3.5.8. 2010-2011 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2010–2011 döneminde piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecek bankaları değiştirmemiştir. Bu dönemde de 12 banka piyasa yapıcısı olarak faaliyet gösterecektir.

1. Piyasa Yapıcıya Sağlanan Haklar İle İlgili Değişiklikler

2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer alan şu iki madde 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamaktadır.

1.Getirisi herhangi bir kamu varlığının gelirleri ile ilişkilendirilmiş olarak ihraç edilecek senetler bu sözleşme kapsamı dışındadır.

2.Perakende satış işlemleri, Müsteşarlık tarafından bu sözleşme kapsamı dışında yürütülebilir.

2. Piyasa Yapıcı Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

1. 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "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 yükümlüdür." şeklinde ifade edilen madde 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Her üç aylık dönem için asgari olarak Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0,6 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı ile aylık asgari olarak Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0.36 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı birincil piyasadan almakla yükümlüdür." şeklinde değiştirilmiştir
2. 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesine "Her üç aylık dönemde Piyasa Yapıcılığı sistemine girişler ve çıkışlar dikkate alınarak bu maddenin birinci fıkrasında yer alan yükümlülükler yeniden belirlenir ve Müsteşarlık tarafından herhangi bir bildirime gerek olmaksızın piyasa yapıcı tarafından yerine getirilir." hükmü getirilmiştir.
3. Piyasa yapıcıların alım yükümlülükleri, aşağıdaki tabloda belirtilen ihraç vadeleri için belirlenen katsayılar ile ağırlıklandırılarak hesaplanır. Piyasa yapıcının herhangi bir ayda aylık yükümlülüğünden fazla almış olduğu tutar bir sonraki ay yükümlülüklerinden mahsup edilirken katsayı ile ağırlıklandırılmamış tutar esas alınır.

İhraç Vadesi	Katsayı
0-3 Yıl (3 Yıl Dahil)	1
3 -5 Yıl (5 Yıl Dahil)	1,3
5-10 Yıl (10 Yıl Hariç)	1,5
10 Yıl ve Üzeri	1,6

4. 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde piyasa yapıcının ikincil piyasada likidite sağlamak için tüm ölçüt ihraçlar için alım-satım kotasyonu vereceğini belirtirken, 2010-2011 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde 3 ay süreyle alım-satım kotasyonu vereceğini belirtilmiştir.
5. 2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı uygulamasında verilen kotasyonların herhangi bir sebeple geri çekilmesi durumunda, piyasa yapıcı 2 dakikalık bir süre içinde kotasyonlarını yenilemesi gerekirken yeni sözleşmede piyasa yapıcı 5 dakikalık süre içinde kotasyon yenilemesi gerektiği belirtilmiştir.
6. "Piyasa yapıcı, Müsteşarlığın genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırma, rapor, anket, mali veriler ve benzeri bilgileri hazırlar ve belirlenen süre içerisinde Müsteşarlığa iletir. Müsteşarlığa iletilen bu bilgiler piyasa yapıcı tarafından istendiği takdirde Müsteşarlık tarafından gizli tutulur." maddesi eklenmiştir.
7. "Piyasa yapıcı, birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde, diğer piyasa yapıcılar veya katılımcılarla anlaşamaz ve ortak hareket edemez." maddesi eklenmiştir.

3. Müsteşarlığın Yükümlülükleri İle İlgili Değişiklikler

"Müsteşarlık bütçe gelişmeleri, finansman programı, borçlanma stratejisi ve ekonomi ile ilgili diğer hususlarda Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulunu bilgilendirir." maddesi eklenmiştir.

4. Ölçüt İhraçlar İle İlgili Değişiklikler

2009-2010 dönemi piyasa yapıcılığı sözleşmesinde "Müsteşarlık, senedin toplam ihraç miktar, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmini dikkate alarak 6 ölçüt ihraç belirler ve ilan eder. Piyasa yapıcı, Müsteşarlıkça ölçüt ihraç olarak belirlenen 6 senetten kendisinin belirleyeceği 4 ölçüt ihraca asgari 3 ay süre için kotasyon vermekle yükümlüdür. Piyasa yapıcı, en az 1 hafta önce Müsteşarlığa bildirmek kaydıyla bir sonraki 3 aylık dönemde ölçüt ihraçlar içerisinde değiştirme yapabilir. Vadesine 182 günden az kalan DİBS'ler ölçüt olmaktan çıkar. Gerekli görüldüğü takdirde Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'nda gündeme getirilerek ölçüt ihraçlarda değişiklik

yapabilir.” maddesi yeni sözleşmede “Müsteşarlık, senedin toplam ihraç miktarı, vadesi ve ikincil piyasalardaki işlem hacmini dikkate alarak dokuz ölçüt ihraç belirler ve ilan eder. Piyasa yapıcı, Müsteşarlıkça ölçüt ihraç olarak belirlenen dokuz senetten, dördü sabit faizli, biri değişken faizli ve biri değişken faizli ve biri TÜFE’ye endeksli olmak üzere altı ölçüt ihraç belirler.” olarak değiştirilmiştir.

5. Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu

1. Müsteşarlık ayda en az bir defa piyasa yapıcılar ile toplantı düzenler ve söz konusu toplantıya konuya göre ilgili diğer kamu kurumu temsilcilerini çağırabilir.
2. Müsteşarlık Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu’nun gündem ve tarihini belirler ve Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu katılımcılarına duyurur.
3. Müsteşarlığın talebi üzerine, piyasa yapıcılar güncel ekonomik konulara ilişkin Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulunu bilgilendirir.
4. Müsteşarlık piyasa koşullarında önemli ve ani değişmeler olması durumunda, Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulunu olağanüstü toplantıya çağırabilir.

6. Sözleşme Süresi İle İlgili Değişiklikler

Sözleşmenin süresi bir takvim yılıdır.

Piyasa yapıcının yeni dönem için belirlenen kriterleri sağlaması ve taraflardan birinin sözleşme süresinin bitiminden en az bir ay önce yazılı olarak bildirimde bulunmaması koşuluyla sözleşme yenilenmiş kabul edilir.

3.5.9. 2011-2013 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi

2011–2013 döneminde piyasa yapılığı sözleşmesinde değişiklik olmamıştır (Karaçam, 2014:70-78).

SONUÇ

Türkiye'de iç borçlanma özellikle 1980'li yıllardan sonra hızla artmıştır. Son zamanlarda yaşanan küresel finansal krizler dış kaynaklardan sağlanan finansman bağlılığının ve uluslararası piyasalarda yaşanan konjoktürel dalgalanmaların sebep olduğu kırılganlıktan kaçınmak için kamunun iç borçlanma piyasasının geliştirilmesinin önemi artmıştır. Birincil piyasada sürekli ve etkin borçlanma sağlanması, kamu borçlanma maliyetinin düşürülmesi ve ikincil piyasanın derinlik ve likiditesinin artırılması katkı sağlayan piyasa yapıcılığı sistemi birçok ülkede ve Türkiye'de uygulanmaktadır. İlk olarak ABD'de 1960 yılında, Türkiye'de 2000 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanma süreci göz önüne alındığında belli aşamalardan geçtiği görülmektedir. 2002 yılı Eylül ayından itibaren uygulanmakta olan piyasa yapıcılığı sistemi ile amaçlanan birincil piyasada etkinliğin sağlaması, ikincil piyasada işlem hacminin arttırması, borçlanmada ortalama maliyetleri düşürerek ortalama vadelerin uzamasıdır.

Türkiye'de piyasa yapıcılığı sisteminin ilk amacı birincil piyasada, Hazine'nin düzenlediği ihalelerde belli oranda alım garantisi sağlamak iken ikincil amacı ise ikincil piyasada işlem hacminin arttırılmasıdır. Piyasa yapıcılığı sistemi ile Hazine tarafından belirlenen kriterlere göre piyasa yapıcısı olarak seçilen bankalar aracılığıyla DİBS birincil ve ikincil piyasalarında etkinliğin artırılması hedeflenmiştir. Sistem ile Türk Piyasa yapıcısı Unvanına sahip olma, İhalelerde rekabetçi olmayan teklif verme, TAP satışlarına sadece piyasa yapıcılar katılması, halka arz yoluyla yapılacak DİBS satışına sadece piyasa yapıcıların katılabilmesi gibi haklara sahiptirler. Piyasa yapıcının yükümlülükleri ise, her üç aylık dönem için asgari olarak müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0,6 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı ve aylık asgari olarak müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0,36 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutarı birincil piyasadan almaktadır.

Merkez Bankası, piyasa yapıcılığı sisteminin finansal piyasalarda derinleşmeyi sağlaması, fiyat istikrarı ile uyumlu olarak, piyasa yapıcılığı sistemini desteklemesi ve

piyasa yapıcısı bankalara da açık piyasa işlemleri çerçevesinde Türk Lirası likidite imkanı sağlaması çok önemlidir. Ayrıca Merkez Bankası'nın piyasa yapıcılığı sistemini desteklenmesine yönelik bir diğer önemli adımı da DİBS Ödünç İşlemleri Piyasasının kurulması ile olmuştur.

Türkiye ve diğer ülke uygulamaları incelendiğinde piyasa yapıcılığı sistemi, DİBS birincil ve ikincil piyasasında borç yönetiminin daha etkin, daha profesyonel bir şekilde yürütülmesine ve birincil ve ikincil piyasa işleyişine olumlu katkılar sağlamaktadır. Bütün bunların yanında piyasa yapıcıların piyasayı sürekli yakından takip etmeleri ve içinde bulunmaları sebebiyle sahip oldukları bilgiyi borç yöneticileri ile paylaşmaları, hem borç yönetiminin mevcut politikasının yürütülmesinde de hem de gelecek dönemler için oluşturulacak politikaların belirlenmesinde ciddi öneme sahiptir.

Bu bağlamda piyasa yapıcılığı sistemi ile etkin borç yönetiminde DİBS'in birincil ve ikincil piyasaların işleyişine olumlu katkı sağlaması ülkemiz için önemli olduğu değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

Akdoğan, Abdurrahman, *Kamu Maliyesi*, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 13. baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2009.

Akman, T. Koray, *Kamu Maliyesine Giriş*1.baskı, İlya İzmir Yayınevi, İzmir, 2011.

Aksoy, Şerafettin, *Kamu Maliyesi,* Gözden geçirilmiş ve ilaveli 4.baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2011.

Bakkal, Süreyya- Sinan, Osman Bahadır *Hisse Senedi Piyasasında Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Yurtdışı Uygulamaları*,1.Baskı, İstanbul 2011.

Bakkal, Süleyman- Gürdal, Temel *İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri,* Akademik incelemeler, cilt:2, Sayı:2, 2007.

Batırel, Ömer Faruk, *Kamu Maliyesi ve Yönetimi*, İstanbul Ticaret Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2007.

Bayraktar, Cahide, *Türkiye'de İç Borçlanmanın Yapısı:1980-2010 Dönemi*, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Yıl 4, Sayı 1, 2011.

Bulutoğlu, Kenan, *Kamu Bütçesi, Kamu Harcamaları, Kamu Borçları*, Batı Türkeri Yayıncılık, İstanbul, 2004.

Bülbül, Duran, *Devlet Maliyesi,* Gazi Kitabevi, Ankara, 2018.

Çataloluk, Cuma *"*Kamu İç Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği)*", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 12 Sayı21,Haziran* 2009.

Çelik, Savaş *Kamu Maliyesi Kamu Kesimi Ekonomisine Giriş*, Palet Yayınları, Konya, 2018.

Eğilmez, Mahfi, *Değişim Sürecinde Türkiye Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Sosya-Ekonomik Bir Değerlendirme,* 16.Baskı, Remzi Kitabevi, 2019.

Erdem, Metin, *Devlet Borçları,* 8. baskı, Ekin Kitabevi, Trabzon, 2018.

Işık, Abdülkadir-Yıldız, Habib- Gürdal, Temel - Altun, Nurullah- Karaca, Nevran- Aygen, Filiz - Peran, Tarkan, *Kamu Maliyesi*, 1. Baskı, Sakarya Kitabevi, 2004.

Işık, A.Kadir- Karayılmazlar, Ekrem- Organ, İbrahim- Işık, Hayriye, *Devlet Borçları*, Ekin Kitabevi, 2005.

Kalenderoğlu, Mahmut, *Kamu Maliyesi Bütçe ve Borçlanma*, Seçkin Kitabevi, Ankara, 2002.

Karaçam, Neslihan, *İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*, (Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2014.

Kaya, Betül Kalay *Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri*, (Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, , Basılı Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2006.

Kirmanoğlu, Hülya, *Kamu Ekonomisi Analiz* ,Beta Yayım 2.Baskı, 2009.

Köktaş, Altuğ M., *Asafname Maliye Ders Notları,* Yediiklim Eğitim Yayıncılık, Ankara, 2014.

Mutluer, M. Kamil- Öner, Erdoğan - Kesik, Ahmet, *Teoride ve Uygulamada Kamu Maliyesi*, Güncelleştirilmiş 3. baskı, İstanbul, 2013.

Moroğlu, Aysu *Kamu Borçlanmasında Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Türkiye Uygulaması*,(Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir, 2013

Öztürk, İlhami, *İç Borçlanmanın Sermaye Piyasasına Etkileri*, İstanbul Altın Borsası, Ankara, 2011.

Pehlivan, Osman, *Kamu Maliyesi,* 1. baskı, Derya Kitabevi, Trabzon, 2001.

Sugözü, İbrahim Halil, *Türkiye'de İç Borçlanma Ödenebilirliği ve Tahkimler (1990-2000),* KMU İİBF Dergisi Yıl:11 Sayı:17 Aralık/2009.

Şen, Hüseyin- Sağbaş, İsa- Keskin, Abdullah, *Bütçe Açıkları ve Açık Finansman Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 2. baskı, Orion Kitabevi, 2007.

Şener, Orhan *Kamu Ekonomisi*, Yenilenmiş 1. baskı, Beta Basım, İstanbul, 2014.

Ulusoy, Ahmet, *Devlet Borçlanması,* 4. baskı, Aksakal Kitabevi, Trabzon, 2009.

Ulutam, Özhan, *Kamu Maliyesi,* İmaj Yayınevi, 9.baskı, Ankara, 2005.

Uysal, Maşuk Cahit *Türkiye'de İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Borçlanma Maliyetleri Üzerine Etkileri*,(Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Isparta, 2009.

Yılmaz, Binhan Elif, *Kamu Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi,* İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi 47.Seri, 2005.

Yılmaz, Gülay Akgül, *Kamu Maliyesi*, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 4. baskı, 2013.

Yüce, Meltem *Kamu Yönetimi Açısından Türkiye'de Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Yabancı Ülke Uygulamalarıyla Karşılaştırılmalı Analiz,* (Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2012.

T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2013.

T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2017.

TCMB, Yıllık Rapor, 2000.

IMF, Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience, 2003.

TCMB,*1992 Yıllık Rapor*, Ankara, 1993,s.29-30 https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/20751e14-3e56-403e-bedc-843d88171572/1992_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-20751e14-3e56-403e-bedc-843d88171572-mh5ysNC (Erişim Tarihi:03.07.2019)

Aktaş, Alaattin (a), "Dış borca ilişkin bu tabloyu iyi okumak gerek" *Dünya Gazetesi*, 05 Nisan 2018.

Aktaş, Alaattin (b), "Hazine borç stokundan bir iyi ama birden fazla kötü haber var" *Dünya Gazetesi*, 29 Ocak 2018.

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4749.doc, (Erişim Tarihi:15.08.2019)

Bumko, http://www.bumko.gov.tr (Temmuz 2011), (Erişim Tarihi: 25.07.2019)

Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyon ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik, http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=7.5.31310&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=Bor%C3%A7%20ve%20Risk%20Y%C3%B6netiminin%20Koordinasyonu%20ve%20Y%C3%BCr%C3%BCt%C3%BClmesine%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Esas%20ve%20Usuller%20Hakk%C4%B1nda%20Y%C3%B6netmelik, (Erişim Tarihi:02.05.2019)

Babuşçu, Şenol, Piyasa Yapıcılığı Sistemi, http://senolbabuscu.com/index.php/ekonomist-teki-yazilarim/piyasa-yapiciligi-sistemi/, (Erişim Tarihi: 22.06.2018)

DPT Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel ihtisas Komisyonu Raporu, Ankara 2001.

https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/piyasayap%C4%B1c%C4%B1l%C4%B1%C4%9F%C4%B120162017.pdf

Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2019 Yılı Piyasa Yapıcılığı Kriterlerine İlişkin Basın Duyurusu, https://www.hmb.gov.tr/haberler/2019-yili-piyasa-yapiciligi-kriterlerine-iliskin-basin-duyurusu (Erişim Tarihi: 01.08.2019)

Hazine Müsteşarlığı, IMF-Niyet Mektubu-Türkiye, 1999, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/IMF-ile-yap%C4%B1lan-Stand-By-D%C3%BCzenlemesine-%C4%B0li%C5%9Fkin-09.12.1999-Tarihli-Niyet-Mektubu.pdf (Erişim Tarihi:17.08.2019)

TCMB, 2000, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f5c83fd3-2a16-48ff-8fe9-0e0eed9b2fb3/18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f5c83fd3-2a16-48ff-8fe9-0e0eed9b2fb3-m3fB7yR, (Erişim Tarihi: 12.06.2019)