

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları  
47. Seri / Yıl 2005  
Prof. Dr. Türkan Öncel'e Armağan

# **KAMU BORÇ YÖNETİMİNDE PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ**

**Yrd. Doç. Dr. Binhan Elif YILMAZ**

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Maliye Bölümü

## ÖZET

Türkiye’de kamu kesimi açıkları devam etmekte, sözkonusu açık 1990’lı yıllardan bu yana iç borçlanmayla karşılanmaktadır. Ancak artan iç borç stoku ve ödenen yüksek faizler dramatik boyutlara ulaşarak, borçlanmanın sınırına gelmesine yol açmaktadır. Kamu borç yönetimini üstlenen kuruluşlar, bütçe finansmanının gerektirdiği borçlanmayı mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirme amacındadır. Bu amaca, piyasaların işleyişini etkinleştiren ve likiditesini arttıran piyasa yapıcılığı sistemi ile ulaşılabileceğini ileri sürmektedirler. Sistem, hem DİBS ihraç eden kuruluş açısından borçlanma maliyetini azaltmakta, hem de ikincil piyasalarda aktif işlem yapmayı teşvik etmektedir.

Bu çalışma, piyasa yapıcılığı sisteminin Türkiye’deki performansını incelemektedir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Bu çerçevede ilk bölümde Türkiye’de iç borçlanmanın araçları ve kaynakları yer almaktadır. İkinci bölümde piyasa yapıcılığı sisteminin tanımı, amaçları ve yasal statüsü verilmektedir. Üçüncü bölümde sistemin uygulama sonuçları, Türk piyasa yapımcılarının DİBS stoklarına ve menkul değer faiz gelirlerine ilişkin analiz çerçevesinde sunulmaktadır.

**Anahtar Kelimeler :** Piyasa yapıcılığı, iç borçlanma.

## ABSTRACT

Financing public deficit, which is still demonstrating a persistent position, has been carried out by resorting to domestic debt. That domestic borrowing has reached to the critical limit has caused dramatic increased in interest rates at the same time. Under that constraint, minimizing the cost of public debt that is the main target of debt administration. It is argued that this aim can be reached by a such primary dealership system which improves the functioning of markets as well as increases liquidity at the same time. Such a system curtails the cost of domestic borrowing while promoting transactions at the secondary markets.

This article, that analyses the functioning of primary dealership system in Turkey, consists of three parts. In the first part borrowing instruments and sources of public debt are outlined. The second part is concerned with description, goals and legal status of primary dealership system. Results of implementation of the system together with domestic debt stock and interest income on government securities are given in the third part.

**Keywords :** Primary dealership, domestic borrowing.

## GİRİŞ

Kamu harcamalarının karşılanması, kamu hizmetlerinin gereği gibi yerine getirilmesi, esas olarak vergi gelirleri ile gerçekleştirilir. Bu gelirlerin yeterli olmaması durumunda, devlet iç ya da dış borçlanmaya başvurabilir. Klasik ekolün kabul ettiği şekilde borçlanma gelirleri, kamu gelirleri arasında olağanüstü gelir olarak addedilirken, günümüzde olağan bir kamu geliri sayılmaktadır. Devletin borçlanması da, borç miktarı kadar verginin ertelenmesi anlamını taşıdığından, alınan borçların ödenmesinde nihai gelir kaynağı, vergi gelirleri olmaktadır.

Borçlanmaya başvurmada alınacak kararlardan en önemlisi, borçlanmada başvurulacak kaynaktır. Borcun sağlandığı piyasanın milliyetine göre borçlanma, iç ve dış borçlanma olarak ayrıma tabi tutulur. İç borçlanma, özel sektör, bireyler, bankalar sistemi ve kamu kurumlarından (iç borçlanma kaynaklarından) kullanılacak milli gelirin bir kısmının devlete aktarılması olarak tanımlanır. Tablo 1'e bakıldığında; Türkiye'de son yıllarda toplam borç stokunun %70'lere varan kısmını iç borçlanmanın oluşturduğu görülmektedir. 2003 yılında iç borç stoku, cari fiyatlarla bir önceki yıla oranla %29.7 oranında artarak 194.4 katrilyon TL.'ye, 2004 yılı Ağustos sonu itibarıyla da bir önceki yıla oranla %10.2 artarak 217.5 katrilyon TL.'ye ulaşmıştır. Toplam iç borç stokunun GSMH'ya oranı 2001 yılında %69.2, 2002 ve 2003 yıllarında %54.5, 2004 yılında da %51.3 olmuştur. Son on yıldır borçların milli gelire oranı azaltılmaya çalışılmaktadır; bu konuda kamu borç yönetimine çok önemli görevler düşmektedir.

**Tablo 1. Toplam Borç ve İç Borç Stoku (Trilyon TL)**

YILLAR	2001		2002		2003		2004*	
<b>Toplam Borç Stoku</b>	177.903	%100	242.707	%100	282.894	%100	314.764	%100
<b>Toplam İç Borç Stoku</b>	122.157	%68.7	149.870	%61.7	194.387	%68.7	217.571	%69.1
<b>Piyasa</b>	41.522	%23.4	70.763	%29.1	101.760	%36.0	135.444	%43.0
<b>Kamu</b>	80.635	%45.3	79.107	%32.6	92.626	%32.7	82.127	%26.1
<b>Top. İç Borç Stoku/GSMH</b>	%69.2		%54.5		%54.5		%51,3	

\* Eylül ayı itibarıyla.

**Kaynak:** T.C. Maliye Bakanlığı, 2004 Yıllık Ekonomik Raporu ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

Kamu borç yönetimi temel olarak devletin ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanması amacıyla borç yönetim stratejilerinin oluşturulması ve uygulanması, maliyet ve risk hedeflerinin yerine getirilmesinin yanı sıra, etkin ve likit DİBS (devlet iç borçlanma senedi) piyasalarının oluşturulup-geliştirilmesi gibi diğer borç yönetimi hedeflerinin de karşılanmasıdır (Guidelines, 2001).

Kamu borç yönetiminde yöneticiler, çeşitli risklerle\* karşı karşıyadır. Bu risklerden biri, ihtiyaç duyulan fonun zamanında ve yeteri kadar sağlanması riski olan likidite (fonlama) riskidir. Likidite riski, özellikle yüksek borçlarla yaşayan, iç piyasası derin ve likit olmayan ekonomiler için önem taşımaktadır. Likidite riskinin en aza indirgenmesinde yapılacaklardan biri, piyasa yapıcılığı sisteminin getirilmesidir. Ülkemiz kamu borç yöneticileri; kamu borç yönetimini etkinleştirecek, kamu borçlanmasında istikrarı sağlayabilecek, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarına hizmet edecek piyasa yapıcılığı uygulamasını 2000 yılı Mayıs ayında başlatmıştır. Söz konusu tarihten sonra Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle birlikte, uygulama askıya alınmıştır. Piyasa yapıcılığı sisteminin hayata geçirilmesi ile hem para politikalarının yürütülmesinin etkinleşmesi hem de canlı bir ikincil piyasa oluşturularak piyasalarda derinleşme sağlanması amaçlanmıştır. Görüldüğü gibi sistem, piyasaların derinleştirilmesi, yaygınlaştırılması, güvenilirliğinin ve kütlesinin artırılmasında bir adım olarak düşünülmüştür.

Türkiye 1990'lı yıllardan bu yana sıklaşan aralıklarla finansal krizler yaşamaktadır. 1999 yılı Temmuz-Aralık döneminde başlanan IMF ile "yakın izleme anlaşması" uygulaması sonrasında, üç yıllık orta vadeli stand-by anlaşması imzalanması kararlaştırılmıştır. 2000 yılına yeni bir IMF destekli ekonomik programla giren Türkiye, o dönemde %70'lere varan enflasyon, önemli boyuttaki bütçe açıkları ve %6.1 oranında küçülen bir ekonomiyle yaşıyordu. Programın bütçe ayağında, vergi gelirlerinin artırılarak faiz dışı fazlanın yükseltilmesi, dış borcun iç borçla ikame edilmesi, Hazine'nin faiz yükünü azaltarak faizlerin düşürülmesi yaklaşımı vardı. Programın uygulanmaya başlamasıyla faiz oranlarında ve enflasyonda düşüş gerçekleşmiş, DİBS'lere de talep artmıştır. IMF'ye verilen taahhütler çerçevesinde de piyasa yapıcılığı uygulaması başlatılmıştır.

Kasım 2000'de, 2000-2002 IMF destekli ekonomi programını kesintiye uğratabilecek ve 2002-2004 yıllarına ilişkin yeni bir programın imzalanmasını gerektirecek bir likidite krizi yaşanmıştır. Bilindiği üzere bankalar mevsimsel olarak yıl sonu yaklaşırken dövizdeki açık pozisyonlarını kapatma yoluna giderler. Bu da TL. bulup döviz alımı ile gerçekleşen bir işlemdir. Merkez Bankası'nın IMF'ye verdiği taahhüt çerçevesinde ancak TL. karşılığı döviz çıkması, dolayısıyla kural gereği piyasalara TL. vermemesi, likidite sıkışıklığı yaratarak faizleri yükseltmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2002: s. 338-339). Tırmanmaya başlayan faiz oranları, elinde DİBS bulundurup repo işlemlerinde kullandıran bankaları kayba uğratmış, likidite sıkıntısı giderek daha endişe verici bir durum sergilemeye başlamıştır. O esnada bazı bankaların TMSF'ye devir alınacağına dair spekülasyonlar sonucu bankalar, birbirlerine olan kredi kanallarını kapatarak daha yüksek faizle fon bulma yollarını aramışlar ve DİBS'lerin ikincil piyasası durma noktasına gelmiştir.

Piyasa yapıcılığı sisteminde yer alan bankaların en büyüklerinden ve elinde 7.4 milyar \$'lık DİBS bulunduğu bilinen banka, sahip olduğu stoğu ikincil piyasada

---

\* Söz konusu riskler; piyasa riski, borcun çevrilememe riski, kredi riski, likidite riski ve operasyonel risk'tir (Guidelines, 2001).

satmaya başladığında, başlıca piyasa yapıcı bankalar, DİBS üzerindeki faiz oranları açıklamalarını askıya aldılar. 21 Kasım tarihindeki Hazine borçlanmasına ilk kez piyasa yapıcı bankalardan teklif gelmedi. Bankalararası para piyasası o gün kapanmadı. Banka, ikincil piyasada işlem yapmadığı için bankalararası para piyasası ihtiyacını karşılayamıyordu. Merkez Bankası hesapların kapatılabilmesi için gerekli likiditeyi vermedi. Böylece bütünüyle durmuş olan DİBS ikincil piyasa işlemlerinden kaçan kısa vadeli yabancı sermaye, TL.den dövize yönelmiş ve yurtdışına çıkmıştır (Ekzen, 2003). Öte yandan yabancı yatırımcılar da ellerindeki DİBS'leri hızla ellerinden çıkarıp döviz taleplerini arttırarak Türk mali piyasasını daha yüksek faizlerle başbaşa bırakmıştır. Üstelik bankaların yurtdışında yarattıkları fonların ortağı olan yabancı bankalar da ortaklıktan ayrılınca, fonlardaki DİBS'leri fonlama görevi Türk bankalarına kaldığı için, faizlerdeki tırmanış devam etmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2002; s. 324).

Görüldüğü üzere yaşanan iki kriz sonrasında Eylül 2002'de tekrar uygulanmaya başlanan piyasa yapıcılığı uygulaması, imzalanan yıllık sözleşmeler aracılığıyla devam ettirilmektedir.

## 1. İÇ BORÇLANMANIN ARAÇLARI VE KAYNAKLARI

İç borçlanmaya ihtiyaç duyan devlet, siyasal sınırları içerisindeki birey, firma ya da çeşitli kurumlara başvurarak kaynak sağlama yoluna gider. Devlet bir anlamda iç borçlanma ile ülke içinde "kaynak transferi" gerçekleştirir (İnce, 2001: s. 77).

**Tablo 2. İç Borç Stoku (Nakit+Nakit Dışı) (Milyar TL).**

	2000	2001	2002	2003	2004*
<b>Tahvil (Milyar TL)</b>	34.362.937	102.127.926	112.849.835	168.973.626	186.664.035
<b>Bono (Milyar TL)</b>	2.057.683	20.029.334	37.019.856	25.413.074	30.907.321
<b>Tahvil (%)</b>	80.8	47.4	59.6	67.1	71.5
<b>Bono (%)</b>	19.2	52.6	40.4	32.9	28.5

\*Eylül ayı itibariyle.

**Kaynak:** T.C. Maliye Bakanlığı, 2004 Yıllık Ekonomik Raporu ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

İç borçlanmanın temel araçları, devlet tahvili ve hazine bonosudur. Türkiye'de senet ihracı yoluyla iç borçlanma, 1935 yılından bu yana uygulanmış, ancak 1980'li yıllarda önem kazanmıştır. Özellikle 1985 yılında ihale yöntemine geçilmesi ile iç borçlanma, nitelik ve nicelik yönünden aşamalar geçirmiştir. Tablo 2'de görüldüğü üzere 2000 yılında uzun vadeli iç borçlanma eğilimi, izleyen yıllarda değişikliğe uğramış, 2000 yılındaki eğilime 2004 yılında geri dönmüştür. 2004 yılı Ağustos sonu itibariyle 217.5 katrilyon TL. olan iç borç stokunun 186.6 katrilyon TL. si tahvil, 30.9 katrilyon TL. si de bonoya aittir.

İç borçlanmada kamuya kaynaklık, gerek birey ve firmalardan veya kamu kurum ve kuruluşlarından gerekse bankalar sisteminden gelir. Bireyler veya özel kuruluşların (firmalar) gelirlerinin tüketime ayrılmayan kısmının yöneldiği en önemli araçlardan biri, hazine bonosuna göre daha küçük kupürlü olan devlet tahvilleridir. Bu şekilde tüketim ertelenir ancak tüketimin ertelenmesi ile uğranılan kayıp, borcun getirisi (faiz vb.) ile karşılanır. Özellikle siyasal ve ekonomik belirsizlik dönemlerinde özel kuruluşlar mevcut ve atıl durumdaki kaynaklarını, özel kesim yerine riski düşük ve getirisi yüksek olan DİBS’lerde değerlendirirler. Devlet büyük miktarda borçlanmak istediğinde, önemli miktarda elinde atıl fon bulunan özel kuruluşları tercih ederken, bu kuruluşlar için de devlet iç borçlanma senetleri cazip olmaktadır.

Bankalar sisteminden borçlanmada, kamuya kaynaklık Merkez Bankası ve ticari bankalardan gelmektedir. Merkez Bankası’ndan borçlanma, kısa vadeli avans kullanımınıdır; bir başka deyişle Hazine’nin Merkez Bankası’ndan borçlanmasıdır. Merkez Bankası kaynaklarından borçlanma ekonomi üzerinde genişletici etki yaratan bir kaynaktır. O nedenle bu finansmana, “enflasyonist finansman” da denilmektedir. Ancak para arzının genişlemesi fiyatlar genel seviyesini arttırır ve faizleri düşürür. Bu durumda enflasyon artışı vergi gelirlerinin erimesine ve Hazine’nin gelir kaybına paralel olarak bütçe açıklarını daha da tırmandırır. Bir kısır döngü şeklinde tekrar borçlanmaya ve enflasyonist beklentilerin artmasına bağlı olarak risk primi ve borç faiz oranının artmasına neden olur (Sönmez, 1994: s. 58).

Merkez Bankası, 14.01.1970 tarih ve 1211 sayılı M.B. Kanunu’nun 50. maddesi gereğince, kamu idarelerine kısa vadeli avans şeklinde, 51. maddesi gereğince de kamu girişimlerine, bu kuruluşların hazine kefaletiyle çıkardıkları bonolar karşılığında kredi açardı. Emisyon ve bu yolla elde edilen senyoraj geliri, 1990’lı yılların ikinci yarısına dek bütçe finansmanının önemli araçlarından biri olmuştur. 1970 tarihli Merkez Bankası Kanunu 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı yasa ile değişikliğe uğrayarak bankanın görev tanımı, fiyat istikrarını sağlamak şeklinde yapılmış ve bankaya bağımsızlık tanınmıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası’nın bağımsızlığı, para politikasını kendisinin belirlemesi, emisyon tuzağına düşmemesidir. Ancak Türkiye’de uzun yıllar hükümetlerin Merkez Bankası’nın yürüttüğü para politikası üzerinde önemli müdahaleleri olmuş ve bankanın bağımsızlığı önemli ölçüde zedelenerek ekonomiye olumsuz sonuçları yansımıştır. Maliye ve para politikalarının etkinliğinin artırılması için, 1995 yılından itibaren bütçe kanunları ve Merkez Bankası kanunu ile bu kaynağın kullanımına sınır getirilmiş, Mayıs 2001’de yürürlüğe giren 4651 sayılı yasa ile de bu tarihten itibaren kısa vadeli avans kullanımına son verilmiştir.

Kamunun bankalar sisteminden borçlanmasında diğer alternatif, ticari bankalardır. Ülkemizde piyasa yapıcısı olarak seçilen finansal kurumlar, bankalardır. Bu bağlamda piyasa yapıcılığı sistemi sözkonusu olduğunda bankalar ve bankalar sisteminden borçlanma önem kazanmaktadır.

## **Bankalar Sisteminden Borçlanma**

Devlet, kısa vadeli fon ihtiyacını, karşılık durumları uygun olduğunda ellerinde atıl fon bulunan ticari bankalardan karşılar. Bankalar sisteminden borçlanma, ekonomi üzerinde çeşitli etkiler doğurur. Devlet bazen piyasayı kontrol etmek, bazen de ticari kredileri kıstak amacıyla bankalara tahvil satar. Enflasyonist ortamda ticari kredileri kıstak, piyasayı kontrol etmek için ticari bankalardan borçlanma uygundur. Ancak devletin topladığı fonların bir süre kullanılmadan tutulması ya da enflasyonist eğilimlere ivme kazandırmayan alanlarda kullanılması gerekir. Bu arada bankalar da tahvillerin faizleri ve diğer avantajlarından yararlanırlar. Özellikle ekonominin durgun olduğu ve bankalarda kredi işlemlerinin az olduğu dönemlerde, bankalarda atıl duran ve işletilmeyen fonları devlet, ekonomiye borç olarak aktarır. Öte yandan istikrar döneminde de devletin borç senetleri satışları ile banka kredilerini olumsuz şekilde azaltmaması ve istikrarı bozucu etkilerden kaçınması için, fazla rezervi olan bankaların, borç senedi alması gerekir. Bu şekilde ekonominin daralması önlenir (Due, 1967: s. 526).

Gerek sürdürülebilir büyüme gerekse düşük enflasyon oranına ulaşma amacı çerçevesinde; tasarrufların büyütülmesi ve ekonomik kullanımı, ülkemizin ekonomik sorunlarının aşılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Tasarrufların artırılmasında ve ekonomik kullanımında ise finansal sistemin etkin bir şekilde çalışması gerekmektedir. Türkiye’de finansal varlıklar ve finansal piyasalar henüz gelişme aşamasındadır ve sığdır. Finansal varlıkların önemli bir bölümü banka sistemindedir. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayısında ve büyüklüğünde artış eğilimi olmakla birlikte, 2003 Haziran ayı itibariyle bankacılık sistemi toplam aktiflerinin finansal sistemdeki diğer kurumların aktifleri içindeki payı %97’dir (İzmir İktisat Kongresi, Türk Mali Sektörü Raporu, 2004: s. 4).

Büyüme sürecinde önemli rol oynayan, sermaye birikiminin sağlanmasına, tasarrufların toplanmasına ve kullanımına yön çizen finansal sektörün büyütülebilmesi için öncelikle bu sektörde yer alan kurumların sermayelerinin korunması gerekir. Bunun en önemli yolu ise kar elde etmektir. Finansal sistemi bu derece etkileyen bankaların kar elde edebilmesi önem taşımaktadır. Ülkemizde finansal sistem içindeki önemi ve yeri itibariyle de piyasa yapıcısı seçilen finansal kuruluşlar, bankalardır. Bankaların kar yollarından biri kamu kağıtlarına yapılan yatırım, bir başka deyişle devlet iç borçlanmasına kaynaklık etmektir. Bankalar kendilerine verilen piyasa yapıcılığı görevi ve kar güdüsü ile yoğun bir biçimde iç borçlanmaya kaynaklık etmektedirler.

Bankalar genel olarak fazla rezervlere sahiptir ve kamu kağıtları bunların kullanılmasına yardımcı olur (İnce, 2001: s. 82). Bunun dışında 26.6.1958 tarih ve 7129 sayılı Bankalar Kanunu’nun 36. maddesi gereği ticari bankalar, topladıkları mevduatın belirli bir kısmını veya yıllık karlarından yedek akçeleri ile olası zarar karşılıklarının tamamını, Merkez Bankası’ndaki devlet tahvilleri hesabına yatırmak zorundadırlar. Bankalar dispoñibilite oranları çerçevesinde belirli miktarda devlet iç borçlanma senedi tutmak zorundadır ve bu da Hazine’ye finansman olanağı sağlar. Devlet bazen

piyasadan borçlanacağı faizin çok altında, dispoñibilite zorunluluğu çerçevesinde bankalardan borçlanır.

Türkiye’de yıllar itibariyle kamuya borç veren en önemli kesim bankalardır ve DİBS’lerin çok önemli bir kısmını ellerinde bulundurmaktadır. Bunu Tablo 3 aracılığıyla görebilmekteyiz.

**Tablo 3. İç Borçlanmanın Birincil Piyasada Alıcılara Göre Dağılımı (%)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Bankalar</b>	86,8	85,3	75,9	74,5	75,2	75,5	85,6
<b>Resmi Kurumlar</b>	8	11,2	20,3	22,1	24,3	26,8	11,5
<b>Özel Sektör</b>	3,9	2,1	3,8	2,8	0,1	2,7	2,9
<b>Hanehalkı</b>	1,3	1,3	0,0	0,0	0,4	0,1	0,0

**Kaynak :** T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı.

1998 yılında ihraç edilen tahvil ve bonoların %86.8’i bankalara, %8’i resmi kurumlara, %3.9’u özel sektöre ve %1.3’ü hanehalkına satılmıştır. İzleyen yıllarda bankaların ve özel sektörün payında 1’er puanlık bir azalma karşısında resmi kurumların payı artmıştır. 2000-2003 yılları arası bankalara satılan tahvil ve bonoların payı %10 civarında düşüş göstererek %75 seviyelerine gerilemiş, resmi kurumların payı %20’lerin üzerine çıkmıştır. 2004 yılında da seyir tersine dönmüş, 1999 yılındaki dağılıma geri dönmüştür.

Tablo 3’den bankaların çok önemli bir oranda kamu açığını finanse etmekte kullanıldığı, bu kesimin büyük ölçüde devleti finanse etmeye odaklanmış olduğu ve ekonomide üstlenmesi gereken rollerden uzaklaştığı görülmektedir. Bankacılık sistemi, bireysel ve kurumsal tasarruf sahiplerinden aracı olarak toplayıp devlete borç verdiği fonlar dolayısıyla, tahvil ve bono piyasalarının en güçlü aktörü haline gelmiştir. Öte yandan kamu kuruluşları da fonlarını DİBS’lere aktararak değerlendirmişler ve sonuç itibariyle devlet bir yandan DİBS’ler aracılığıyla faiz geliri elde ederken diğer yandan da faiz ödemesi yapar hale gelmiştir. DİBS alımında özel sektör ve hanehalkının payı çok azdır. Bu rakamlar birincil piyasayı göstermektedir, ikincil piyasadaki dağılım farklılaşacaktır.



**Tablo 4. Piyasa Tarafından Tutulan DİBS'lerin Dağılımı (%)**

	2002	2003	2004*
<b>Bankacılık Kesimi</b>	55,3	48,0	45,8
<b>Bankacılık Dışı Kesim</b>	38,9	41,2	44,2
<b>Gerçek Kişi</b>	27,7	26,6	25,5
<b>Tüzel Kişi</b>	8,5	10,1	11,1
<b>Yurt İçi Yerleşikler</b>	2,8	4,5	7,5
<b>Menkul Kıymet Yatırım Fonları</b>	5,8	10,8	10,0
<b>Toplam</b>	100	100	100
<b>Piyasadaki Senetlerin Toplam Piyasa Değeri</b>	79,1 katrilyon	119,4 katrilyon	147,1 katrilyon
<b>Piyasadaki Senetlerin Toplam Anapara Değeri</b>	70,8 katrilyon	101,8 katrilyon	135,4 katrilyon

\* Eylül 2004 itibariyle.

**Kaynak :** T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004.

Tablo 4, piyasa tarafından tutulan DİBS'lerin dağılımını göstermektedir. Görüldüğü gibi mevcut senede bağlanmış DİBS'lerin hangi kesimlerin elinde olduğuna bakıldığında, 2002 yılı sonuna göre bankacılık kesimi tarafından tutulan iç borçlanma senetlerinin payının azaldığı, buna karşılık menkul kıymet yatırım fonlarının payında artış olduğu görülmektedir. Bankacılık kesiminin kamu borçlanmasına yaptığı kaynaklığın payının azalmasına karşılık, sigorta şirketleri ve yatırım fonları gibi diğer finansal kuruluşların payı artmaktadır. Dolayısıyla bankacılık kesimi dışındaki mali tasarrufların artması, borç piyasasında rekabetin artmasına ve borçlanma şartlarının kamu lehine gerçekleşmesine yol açar. Diğer bankacılık dışı kesimlerdeki iç borçlanma senetlerinin payı, tüzel kişiler ve yurt içi yerleşikler bazında artmıştır. 2004 yılında ise 2003 yılına benzer değişiklikler ortaya çıkmış, bankacılık kesiminin payı azalmaya devam etmiş, buna karşılık bankacılık dışı kesimlerde, tüzel kişilerin ve yurt içi yerleşiklerin payı artmaya devam etmiştir. Bilindiği üzere gerçek kişilerde, mevduata göre önemli ölçüde vergi avantajı yanında reel getirisinin yüksek düzeylerde seyretmesine bağlı olarak, DİBS talebi artışı görülür. Ancak gerçek kişilerin payı 2003 yılındaki 1 puanlık azalmayı izleyerek, 2004 yılında da 1 puan azalmıştır.

Bankalara, topladıkları mevduatın belli bir kısmını rezerv olarak tutma zorunluluğunu getiren munzam karşılıklar, mevduat üzerinde bir vergi gibi etki yaratır. Bu rezervler üzerinden genellikle bir faiz ödemesi yapılmadığı için bunun maliyeti, kredi olarak kullanarak elde edeceği faiz kaybıdır. Bu maliyetten kurtulabilmek için bankalar repo gibi finansal yenilikler yaratarak, kar artışı sağlamaya çalışmaktadırlar (Kaplan, 1999: s. 6). Vadelerinin dolmasına 9 aydan fazla süre kalan hazine bonoları karşılığında Merkez Bankası'ndan avans alınabilir. Özellikle hazine bonusu alımını en çok gerçekleştiren bankalar, bu yolla elde ettikleri hazine bonolarını, "Vadeli Geri Alım

Sözleşmesi (Repurchase Agreements)”nde (repo) kullanırlar. Bu noktada repo\* ve ters repo\*\* işlemleri yapılabilmesini teminen gerekli yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiş ve bu işlemlerin organize olmuş piyasalarda yapılması teşvik edilmiştir. Bu süreçte T.C. Merkez Bankası, kendi kuruluş yasasından aldığı yetkiyle yine kendi bünyesinde, Açık Piyasa İşlemleri ve Menkul Kıymetler Müdürlüğü vasıtasıyla DİBS alım-satımına ve repo-ters repo işlemlerine başlamıştır.

Repo, hazine bonosunun geri alım vaadiyle satılmasıdır. Repoya konu olan hazine bonusu bankada kaldığından, bu kağıtların birkaç defa satılması mümkün bulunmaktadır. Bu durumda banka, zorunlu karşılıklara tabi olmayan bir mevduat elde etmiş olmaktadır. Aslında bankalar burada aktif-pasif yapısındaki uyumsuzluklar nedeniyle faizlerde bir değişme olduğunda zarar görme riski ile karşı karşıyadır. Daha fazla risk alarak DİBS finanse edilmesi sonucu bankalar, tüketim ve sanayinin finansmanında daha az etkin olmakta ve oluşabilecek bir krizde büyük yara almaktadırlar. Öte yandan bankaların DİBS stoklarını arttırmaları ile de büyük karlar sağladıkları yıllar itibariyle gözlenmiştir (Bağcı, 2001: s. 97). Piyasa yapıcı bankalar da bu pastadan önemli ölçüde pay alma yoluna gitmiş, kar güdüsü ile devlet iç borçlanmasına kaynaklıkta adeta yarışmışlardır.

## 2. PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ

### 2.1. Amaç ve Kapsam

“Kamu borç yönetiminin etkinliğinin sağlanmasında temel koşul, ekonomik gelişmeleri dikkate alarak para ve maliye politikaları ile uyumlu, sürdürülebilir bir borçlanma politikasının izlenmesidir. Kamu kesimi finansman ihtiyacı, iç ve dış piyasalarda meydana gelen gelişmeleri dikkate alarak, orta ve uzun vadede olabilecek en düşük maliyetle karşılanmalıdır” (Kesik, 2003: s. 93). Kamu borç yöneticilerince bu amaca birincil ve ikincil piyasaların işleyişinin etkinleştirilmesi ve likiditesinin artırılması ile ulaşılabilmektedir. Kamu borç yöneticileri bu amaç doğrultusunda ayrıntıları kamuoyuna açıklanan bir program çerçevesinde borçlanmayı gerçekleştirirken, ihraç edilen DİBS’lerin likiditesini artırıcı ve risk primini azaltıcı borçlanma yöntemleri izlemelidir. İşte piyasa yapıcılığı sistemi, DİBS birincil ve ikincil piyasaların likiditesini arttırmak için kamu borç yöneticilerinin uyguladığı yöntemlerin başında gelmektedir.

Hazine, ihtiyaç duyduğu parayı, ihale açmak ve DİBS’leri satmak yoluyla sağlamaktadır. DİBS birincil piyasası, bu senetlerin ihracında satın alınması ya da bir başka deyişle ihaleye katılmak ile oluşmaktadır. Bu piyasa oyuncuları, devlete doğrudan borç verenlerdir. İkincil piyasa ise DİBS’lerin vadeleri dolmadan el değiştirmesidir

---

\* Repo, bir menkul kıymetin işlemin başlangıç valöründe satılıp, bitiş valöründe alımıdır (geri alma vaadiyle satım).

\*\* Ters repo, bir menkul kıymetin işlemin başlangıç valöründe alınıp, bitiş valöründe satımıdır (geri satma vaadiyle alım).

(Karakoç, 2003: s. 63-64). Kamu iç borçlanmasının yıllar itibariyle artışı, DİBS'lerin ikincil piyasasının düzenlenmesini ve gelişimini gerektirmiştir.

Genel anlamda piyasa yapıcılığı, piyasada arz-talep dengesinin sayılı kuruluş tarafından kısa sürede aşırı fiyat dalgalanmalarına meydan vermeden sağlanmasıdır. Bu kuruluşlara verilen görevin bir sonucu olarak DİBS birincil piyasasında açık arttırmada verilen fiyatın maliyetini minimize ederek, piyasada likiditeyi sağlamaya yönelik bir adım atılmış olur. Piyasa yapıcılar DİBS birincil piyasasında kısa dönemli arz-talep dengesizliğini karşılaştırır ve bir tampon rolü oynar (Bellani, 2003). Finansal piyasalarda bu görev kurumsal yatırımcılar tarafından yerine getirilir. DİBS piyasasında piyasa yapıcılığı, seçilmiş belli sayıda kuruma görev olarak verilir ve hazine'nin DİBS ihalelerine daha önceden kararlaştırılan bu kurumlar katılır. Belli ayrıcalıkları olan bu kurumlar, piyasa yapıcılarıdır ve ihalelerde aldıkları DİBS'leri başkalarına ya da birbirine satarak ikincil piyasayı oluştururlar.

Eksik rekabet ortamında borçlanmanın maliyeti minimize edilemeyeceğinden, piyasanın rekabetçi bir ortamda çalışmasının sağlanması için ikincil piyasanın düzenlenmesi gerekmektedir. İkincil piyasaların temel işlevleri, ilgili menkul kıymete likidite kazandırmak ve bir fiyat üretmektir. Bu nitelikleri itibariyle etkin bir ikincil piyasanın varlığı, borç yönetimi açısından önem taşır. Likiditenin artması ile piyasa derinleşir, doğal olarak Hazine'nin borçlanma maliyetlerini azaltarak DİBS birincil piyasalarına istikrar, ikincil piyasalara da talep artışı getirir.

Likit ikincil piyasalar, yatırımcıların karşı karşıya olduğu riskleri azaltarak, kamunun borçlanma maliyetlerini azaltacak, özel sektör borçlanma araçlarının ikincil piyasasının da oluşup gelişmesine katkı sağlayacaktır. Öte yandan ikincil piyasalarda oluşan fiyatlar, ihalede oluşacak faizleri ve satış miktarını belirlemede borç yöneticilerine önemli bir gösterge sunabilecektir.

Kamu borç yönetiminin maliyetini düşürecek bir yöntem olarak pek çok ülke, DİBS ihraç eden idare ile piyasa arasında aracılık yapacak yetkili kurumları devreye sokmaktadır. Bu kurumlara ABD'de 'market makers', İngiltere'de de 'gilt-edged market makers' denilmekte ya da genel deyişle 'primary dealers' olarak anılmaktadır. Tablo 5, seçilmiş sanayileşmiş ülkelerin piyasa yapıcılığı sistemine geçiş yıllarını ve o yıldaki piyasa yapıcı kurum sayısını göstermektedir. Bu uygulamayı ilk başlatan ülke, 1940 yılında 45 piyasa yapıcısı kuruluşa görev veren Kanada'dır. Bu ülkeyi 1960 yılında 37 piyasa yapıcısı kuruluşa görev veren ABD izlemektedir.

28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'da piyasa yapıcılığı; "devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş bankalara, Hazine Müsteşarlığı tarafından bazı hak ve görevler verilmesini içeren sistem", olarak tanımlanmaktadır. Aynı kanun piyasa yapıcısını, "devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla, önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş banka", olarak tanımlamaktadır.

**Tablo 5. Çeşitli Ülkelerde Piyasa Yapıcılığı Sistemine Geçiş**

Ülke	Piyasa Yapıcı Kurum Sayısı	Piyasa Yapıcılığına Geçiş Yılı
A.B.D.	37	1960
Avusturya	25	1989
Belçika	12	1990
Fransa	20	1987
Finlandiya	5	1992
İngiltere	19	1986
İrlanda	6	1995
İspanya	15	1988
İsveç	9	1982
İtalya	28	1988
Kanada	45	1940
Norveç	8	1995
Türkiye	19	2000

**Kaynak:** Wolfgang Breuer; “The Relevance of Primary Dealers for Public Bond Issues”, CFS Working Paper, No: 1999/11, February 1999, p. 4.

Piyasa yapıcılığı sistemi, IMF’ye verdiğimiz taahhütlerde de yer almaktadır. 9 Aralık 1999 tarihli IMF Niyet Mektubu’nun 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” denilmektedir.

Böylelikle piyasa yapıcılığı sistemi, kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla 8 Mayıs 2000’de Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Sistem Kasım 2000’de ortaya çıkan kriz ile birlikte fiilen, Mayıs 2001’de bankalarla imzalanan piyasa yapıcılığı sözleşmesinin süresinin bitmesi ile birlikte hukuken sona ermiş, 2001 yılı Ekim ayında da gerek bankaların ihalelere karşı isteksiz tavırları gerekse Kasım ve Şubat krizleri nedeniyle askıya alınmıştır.

2000-2001 yılı piyasa yapıcıları 19 bankadan oluşmaktaydı. Bu bankalar; Demirbank, Akbank, Vakıfbank, Koçbank, Dışbank, İktisat Bankası, Ulusal Bank, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası, Garanti Bankası, Osmanlı Bankası, Finansbank, TEB, Citibank, Chase, Körfezbank, Kentbank, Abn Ambro ve Alternatif Bank’tır. Hazine,

Ocak-Haziran 2001 döneminde, daha önceki piyasa yapıcı bankaların DİBS ihalelerindeki katılımını kriter olarak almış, 2001-2002 yılları için piyasa yapıcılığı sistemini yeniden başlattığını duyurmuş, hatta 10 bankayı piyasa yapıcı olarak belirlemiştir. Bunlar; Akbank, Citibank, Finansbank, Garanti Bankası, HSBC, İş Bankası, Koçbank, Vakıflar Bankası, Yapı Kredi Bankası ve Ziraat Bankası'dır. Ancak bu dönem için piyasa yapıcılığı uygulaması gerçekleşmemiştir.

Piyasa yapıcılığı sistemi 2 Eylül 2002'de tekrar yürürlüğe girmiştir. 2002-2003 yılı piyasa yapıcı banka sayısı 10 olup bu bankalar; Akbank, Finansbank, HSBC, Oyakbank, Ziraat Bankası, Dışbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Vakıflar Bankası ve Yapı Kredi Bankası'dır. 2003-2004 yılı piyasa yapıcı banka sayısı, bu bankaların arasına Halkbank'ın katılımı ile 11 olmuştur. 2004-2005 yılında ise piyasa yapıcısı ünvanını alan banka sayısı, bu bankalara Deutsche Bank'ın katılımı ile 12 olmuştur.

Piyasa yapıcılığı sistemini kurmaya, sistemin işleyiş esaslarını belirlemeye ve işleyişi ile ilgili her türlü önlemi almaya veya sistemi kaldırmaya Hazine Müsteşarlığı yetkilidir. Hazine Müsteşarlığı tarafından DİBS ödünç işlemlerinin piyasa yapıcılara ikinci elde sağlanacak avantajlar kapsamında sadece piyasa yapıcılar tarafından yapılabilmesi ve ödünç işlemlerinin Merkez Bankası bünyesinde oluşturulacak DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda gerçekleştirilmesi öngörülmüştür.

Hazine'nin ilk muhatabı durumunda olan piyasa yapıcılar, ihalede satılan DİBS'leri ilk önce ellerinde bulundurdıklarından, DİBS'deki fiyat oynamalarına karşı son derece hassas olurlar. DİBS fiyatlarındaki ani ve yüksek oynamalara karşı önlem almak zorundadırlar. Her piyasada olduğu gibi DİBS piyasasında da piyasa yapıcılar toptancı rolü oynadıklarından belli bir toptancı karı elde etmeyi umacaklardır. Beklenen bu kar ise ancak istikrarlı bir piyasada uzun dönemli olarak sağlanabilecektir (Kumcu, Hürriyet, 20.08.1999).

Ülkemizde piyasa yapıcılığı sisteminde bu görevi alacak olan kuruluşlar, görevi resmi açıklama ile üstlenmektedir. Piyasa yapıcıların üstlendikleri görevleri en iyi şekilde yerine getirebilmeleri ve sağlıklı çalışabilmesi için, bu kuruluşlarda birtakım özel koşullar aranmaktadır. Piyasa yapıcıların, likidite sıkıntısı içerisindeyken görevini yerine getiremeyeceği ortadadır. O nedenle bu kuruluşların belli oranda piyasa payını sağlamaları için yeterli fon olanağına sahip olmaları, öte yandan bu piyasa payının yaratabileceği riski telafi edecek kapasiteyi de oluşturmaları gerekir. Dolayısıyla karşımıza asgari sermaye şartına sahip olma gerekliliği çıkmakta, piyasa yapıcısı adaylarının sermaye rasyolarına bakılmaktadır. Diğer kriterler, birincil ve ikincil piyasalarda repo-ters repo ve kesin alım-satım işlem hacimleridir. Ayrıca, piyasa yapıcısı kuruluşun İMKB Tahvil ve Bono Piyasası temsilciliğini belli bir süredir yapıyor olması, bu piyasada işlem yapacak özelliğe sahip personel sayısına, bir başka deyişle güçlü bir idari ekip ve verimli işleyen destek birimleri ile etkin bir yönetim ve denetim mekanizmasına sahip olmaları gerekmektedir. Ülkemizde piyasa yapıcı kuruluşların İMKB Tahvil-Bono Piyasasında yetkili elemanları bulunmaktadır. Dolayısıyla idari kapasite bu noktada önem taşımaktadır. Ayrıca piyasa yapıcılar, yaptıkları işlemleri ve taşıdığı portföyü açıkça tanımlamak, Hazine'nin talep ettiği raporları ve Hazine'nin

genel ekonomi ve mali piyasalar hakkında talep ettiği araştırmaları hazırlamakla yükümlüdürler. O nedenle düzenli ve yeterli raporlama kapasitesi de, diğer aranan kriterlerdir.

## 2.2. Piyasa Yapıcılara Sağlanan Haklar

Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara DİBS birincil ve ikincil piyasalara ilişkin olarak bir takım haklar tanınmıştır (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 4).

### 2.2.1. Birincil Piyasada Sağlanan Haklar

- “Türk DİBS piyasa yapıcısı” ünvanını kullanma,
- İhalelere teminatsız katılma,
- Rekabetçi olmayan teklif verme\* (kamu kurumları hariç),
- TAP (hazır satış-musluk) satışlardan faydalanabilme,
- Halka arz yoluyla yapılacak ihraçlara aracılık etme<sup>1</sup>,
- Geri alım ihalelerine katılma,
- Merkez Bankası ile konsinye işlem<sup>\*\*</sup> yapabilme,
- Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilci ile katılabilme<sup>2</sup>,
- “İhale sonrası teklif”<sup>3</sup> verebilme, (satışların azami tutarı piyasa yapıcının ihalede kazandığı net tutarın %25’i olacak).
- İhalede kazandığı net tutarın belirli bir oranına denk gelen tutarda kıymeti, başka kıymetlerle değiştirebilme (switching)<sup>\*\*\*</sup>,
- Hazine, kısa vadeli nakit işlemlerini sadece piyasa yapıcılarla gerçekleştirecektir (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 4).

Görüldüğü gibi piyasa yapıcılar, “piyasa yapıcısı” ünvanını kullanabilmekte, ihalelere teminatsız katılabilmekte, rekabetçi olmayan teklif verebilmektedirler. Tap satışlarından faydalanabilen piyasa yapıcılar, halka arz yoluyla DİBS satışına aracılık da

---

\* DİBS ihalelerinde, ihale günü saat 11.00’den önce verilen ihalede oluşan fiyat veya ortalama fiyattan alım teklifidir.

<sup>1</sup> Söz konusu hak, 2000-2001 yılı piyasa yapıcılığı sözleşmesinde yer almamaktadır.

<sup>\*\*</sup> Daha önceden ihraç edilmiş DİBS’lerinin ikincil piyasada T.C. Merkez Bankası tarafından Hazine Müsteşarlığı nam ve hesabına alınıp-satılmasıdır.

<sup>2</sup> 2000-2001 piyasa yapıcılığı sözleşmesinde temsilci sayısı 1 idi.

<sup>3</sup> 2000-2001 piyasa yapıcılığı sözleşmesine göre, ihale sonrası teklif yerine, ihale sonrası opsiyon deyimi geçmektedir.

<sup>\*\*\*</sup> Daha önceden ihraç edilmiş DİBS’lerin ihracı yapılacak başka DİBS’lerle değiştirilmesidir.

edebilirler. Geri alım ihalelerine katılabilir, T.C. Merkez Bankası ile konsinye işlem yapabilirler. Piyasa yapımcılar, Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilci ile katılabilirler. Bu hak piyasa yapımcılara borçlanma politikası üzerinde öneride bulunma olanağı yaratır ve borç yönetiminde söz sahibi olma avantajı sağlar. Diğer taraftan piyasa yapımcılara Hazine ihaleleri öncesinde ROT, ihale sonrasında ise İhale Sonrası Teklif verebilme hakları tanınmıştır. İlaveten piyasa yapıcı bankalar, ihale ve ROT yoluyla aldıkları net tutarın %5'ine denk gelen tutarda DİBS'i, ihalede satılan DİBS'den daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Müsteşarlık'ça belirlenen DİBS'lerle değiştirebilme hakkına sahiptir.

### 2.2.2. Merkez Bankası'nca Sağlanacak Haklar

Bilindiği üzere Merkez Bankası'nın nihai amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır ve politikalarını, fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde yürütmektedir. Fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin bir şekilde yürütülebilmesi için gerekli destekleyici amaç, finansal istikrardır. Finansal istikrarın koşullarından biri de döviz, tahvil/bono ve para piyasalarının sağlıklı ve etkin çalışmasıdır. BDDK'nın gerçekleştirdiği düzenlemeler ve yeniden sermayelendirme programı sonrası bankacılık sistemine ilişkin yapı, iyileştirilmeye çalışılmaktadır (Merkez Bankası Basın Duyurusu, 3 Eylül 2002).

Merkez Bankası, finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesi, bankaların risk değerlendirme yeteneklerinin yükseltilmesi gibi amaçlarla, para ve döviz piyasalarındaki aracılık faaliyetlerinden çekilmektedir. Böylelikle Merkez Bankası dışında etkin çalışan para ve sermaye piyasalarının oluşmasının desteklenmesi, finansal istikrar için gereklidir ve bu fiyat istikrarı amacı ile de uyumludur. Para politikasının etkinliğinin artması için finansal piyasaların derinleşmesine gereksinim duyulmaktadır. Piyasa yapıcılığı sisteminin de finansal piyasaların derinleşmesine sağlayacağı katkılar nedeniyle Merkez Bankası, fiyat istikrarı temel hedefi ile uyumlu olarak piyasa yapıcılığı sistemini desteklemektedir (Merkez Bankası Basın Duyurusu, 3 Eylül 2002). Bu çerçevede piyasa yapıcısı bankalara Merkez Bankası'nca birtakım haklar tanınmaktadır. Bunları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- Piyasa yapımcılara Merkez Bankası açık piyasa işlemleri (APİ) çerçevesinde ek bir likidite imkanı sağlanacaktır. Bu imkanın limiti, uygulamanın başladığı tarihten itibaren ihraç edilen kıymetlerden, bankaların birincil piyasadan satın aldıkları net tutarın %10'u olacaktır.

- Sağlanacak limitin tamamı APİ repo işlemlerinde kullanılabilir.

- Piyasa yapımcıların talepleri halinde, limitlerinin yarısına kadar benchmark kıymetlerin APİ uygulama usulleri doğrultusunda doğrudan alımı yapılabilecektir (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 4).

Piyasa yapıcılığı sistemini, uygulamakta olduğu örtük enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimini esas alan para politikası ile tutarlı gören Merkez Bankası, sistemin finansal piyasaların derinleşmesine ve uygulanmakta olan para politikasının etkinliğinin artırılmasına yönelik katkıları olacağını belirtmektedir. Buna göre piyasa yapımcılar

birincil piyasadan satın aldıkları net DİBS tutarının %10'una kadar, ilave APİ yapabilmektedir. Bu ayrıcalık, gerektiğinde Merkez Bankası'ndan borçlanabilme imkanını sağlar. Bu imkanın sağlanması, piyasa yapıcılarının görevlerini etkin bir şekilde yerine getirmesi bakımından önem taşır. Çünkü bir piyasa yapıcısının likidite sıkışıklığı içerisinde DİBS satın alma yükümlülüğünü yerine getiremeyeceği açıktır. Ayrıca Merkez Bankası'nın sunmuş olduğu bu imkanı piyasa yapıcısı bankalar, hem repo işlemlerinde kullanabilecekler hem de talepleri halinde limitlerinin yarısına kadar, ölçüt kıymetlerin APİ uygulama usulleri doğrultusunda Merkez Bankası'na doğrudan satımında da kullanabileceklerdir. Ancak Merkez Bankası'nca piyasa yapıcı bankalara tanınacak likidite imkanının, gerek limitli olması ve gerekse işlemlerde kullanılacak ihale yöntemleri nedeniyle sürekli bir fonlama aracı olmadığı ortadadır. Piyasa yapıcı bankalarla gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kotasyon yöntemi kullanılacak olup, faiz oranları Merkez Bankası'nca belirlenecektir.

### 2.2.3. İkincil Piyasada Sağlanan Haklar

Merkez Bankası'nın piyasa yapıcılığı sistemini desteklemesine yönelik ikinci kurumsal adımı, 24.02.2003 tarihinde DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nın kurulması olmuştur. Bu piyasada Merkez Bankası'nın temel rolü, aracılıktır. DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası, ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük risk ile ilave getiri elde etme imkanı yaratırken, ödünç alacak taraftaki piyasa yapıcı bankaların ikincil piyasada kotasyon verme yükümlülüklerini kolaylaştırmaktadır. Çift taraflı kotasyon verme zorunluluğu, piyasalarda DİBS'lerin likiditesini artırır. DİBS'lerin likiditesinin artırılmasının fiyat bulma mekanizmasını etkilemesi gibi bir sonucu vardır. Bununla beraber DİBS'lerin likiditesinin artmasıyla, hem bu senetlere olan talebin artması, hem de genel olarak mali piyasalardaki vadelerin uzaması öngörülmektedir.

DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nın işleyiş esaslarından madde 8'e göre; 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 nezdinde bulundurmaları gerekmektedir. Dolayısıyla ikincil piyasada piyasa yapıcılara sağlanan haklar şunlardır:

- Piyasa yapıcılar, Merkez Bankası bünyesinde kurulan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda DİBS ödünç alma-verme işlemlerine taraf olabileceklerken, diğer bankalar ise sadece borç veren taraf olacaklardır.

- Piyasa yapıcılarının İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki işlemlerinden düşük komisyon alınacaktır (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 4).

Ancak Merkez Bankası'nın verdiği sözkonusu destek çerçevesindeki düzenlemeler, mevcut APİ işlemleri çerçevesinde uygulanacak olup, Hazine ile piyasa yapıcı bankalar arasında düzenlenen sözleşmelere Merkez Bankası'nın taraf olması sözkonusu değildir.



### **2.3. Piyasa Yapıcıların Yükümlülükleri**

Piyasa yapıcılığı uygulaması çerçevesinde piyasa yapıcı bankaların DİBS birincil ve ikincil piyasalara ilişkin olarak birtakım yükümlülükleri mevcuttur (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 5) :

#### **2.3.1. Birincil Piyasa Yükümlülükleri**

Birincil piyasaya ilişkin yükümlülüklerde piyasa yapıcılar, genellikle ihalelere kabul edilebilir teklifler vererek, DİBS'lerin satılmasını garanti eder.

- Piyasa yapıcı birincil piyasada, aylık olarak asgari %3 olmak üzere, her üç aylık dönemdeki Hazine ihalelerinde ihraç edilen/programlanan DİBS'lerin en az net %5'ini alacaktır (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 5).

Söz konusu madde, Hazine'nin ihraç edilen/programlanan DİBS'lerinin önemli bir bölümünün piyasa yapıcılar tarafından alınacağını teminatını vermektedir. Öyle ki, son yapılan sözleşme ile piyasa yapıcı banka sayısı 12'dir. Her piyasa yapıcı banka, Hazine'ce ihraç edilen/programlanan DİBS'lerin en az net %5'ini aldığı anda, DİBS'lerin en az %60'lık kısmı kolaylıkla alıcı bulmuş olmaktadır.

#### **2.3.2. İkincil Piyasa Yükümlülükleri**

Piyasa yapıcılar, ikincil piyasada da likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla;

- Piyasa yapıcı ikincil piyasada, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda, Benchmark kıymetler için sürekli olarak alım-satım kotasyonu vereceklerdir. Kotasyonların büyüklüğü en az nominal 3 trilyon TL. (3 milyon YTL) olacaktır (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 5).

#### **2.3.3. Diğer Yükümlülükler**

- Piyasa yapıcılar, yaptıkları işlemleri ve taşıdığı portföyü açıkça tanımlayacak, Hazine'nin talep ettiği raporları hazırlayacaktır.

- Piyasa yapıcılar, Hazine'nin genel ekonomi ve mali piyasalar hakkında talep ettiği araştırmaları hazırlayacaktır (2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı, m. 5).

### **3. TÜRK PİYASA YAPICILIĞI SİSTEMİ UYGULAMA SONUÇLARI**

Ülkemizde finansal varlıkların önemli bir kısmı banka sisteminde olduğundan, piyasa yapıcı finansal kurumlar da bankalar arasından seçilmiştir. O nedenle piyasa yapıcı bankaların gerek bankalar sistemindeki yeri, gerekse çeşitli göstergelerinin bankacılık sistemi ile gösterdiği paralellik önem kazanmaktadır.

### 3.1. Türk Bankacılık Sisteminde Piyasa Yapıcı Bankaların Yeri

Türkiye’de faaliyet gösteren banka sayısı 1999 yılında 81 iken, 2000 yılında 79, 2001 yılında da 61 olmuştur. Piyasa yapıcılığı sisteminin ilk başladığı dönem olan 2000-2001 dönemi piyasa yapıcı banka sayısı 19’dur. Piyasa yapıcılığı sisteminin uygulamaya geçtiği yıl olan 2000 yılındaki yüksek banka sayısı ortamında doğal olarak piyasa yapıcı banka sayısı da yüksektir. 2002 yılında faaliyet gösteren banka sayısı 54’e, 2003 yılında da 4 eksilerek 50’ye inmiştir. Faaliyet gösteren bankaların 36’sı mevduat, 14’ü mevduat kabul etmeyen bankadır. İzleyen yıllarda azalan banka sayısı ile birlikte 2002-2003 dönemindeki piyasa yapıcı banka sayısı 10’a, 2003-2004 dönemi piyasa yapıcısı banka sayısı da 11’e inmiştir. 2004-2005 döneminde 12 piyasa yapıcı banka, sektördeki 50 banka arasından seçilmiştir.

Aşağıdaki Tablo 6, Türk bankacılık sisteminin, Tablo 7 ise piyasa yapıcı bankaların aktiflerinin ve faiz gelirlerinin gelişimini göstermektedir. Tablo 6’dan görüldüğü üzere, Türk bankacılık sisteminin toplam aktifleri 2003 yılında 2002 yılına göre %17 artarak 249.8 katrilyona, 2004 yılında da %20 artarak 294,2 katrilyona ulaşmıştır. Toplam aktiflerin GSMH içindeki payı Eylül 2004 itibariyle %73 civarındadır. Banka bilançolarındaki artışın başlıca nedenleri; ekonomik faaliyete ve piyasa istikrarına yönelik olumlu beklentilerin sürmesi, bu beklentilerin ve TL’nin yabancı paralar karşısında değer kazanmasının da etkisiyle özellikle TL mevduatta görülen büyüme ve kar hacmindeki artışa bağlı olarak özkaynakların artmasıdır. Sistemin kaynaklarındaki bu artış, aktifte menkul değerler cüzdanı ve kredilerde de artışa yol açmıştır (Türk Bankacılık Sistemi Raporu, Eylül 2004).

**Tablo 6. Türk Bankacılık Sisteminde Aktiflerin ve Faiz Gelirlerinin Gelişimi ve Yapısı (Trilyon TL.)**

	2002	2003	2004*
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	213.200	249.800	294.200
<b>Menkul Değerler Cüzdanı</b>	86.112	106.910	120.450
- Alım-Satım Amaçlı MD	20.828	30.026	22.490
- Satılmaya Hazır MD	17.669	30.668	49.434
- Vadeye Kadar El.Tut. MD	47.615	46.217	48.526
<b>Faiz Gelirleri</b>	44.338	38.817	29.652
- Menkul Değerlerden Elde Edilen Faiz Gelirleri	24.500	16.056	20.239

\* Eylül 2004 itibariyledir.

- 2002 yılı rakamları, bankaların 31 Aralık 2002 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL nin 31 Aralık 2003 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.
- 2003 yılı rakamları, bankaların 31 Aralık 2003 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.
- 2004 yılı rakamları, bankaların 30 Eylül 2004 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

**Kaynak:** Bankacılar Dergisi, sayı: 45, s. 24 ve 28; Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi, s. 34 ve 38.

Tablo 7'den görülmektedir ki; 2002 yılında piyasa yapıcı bankaların toplam aktifleri 190 katrilyon, 2003 yılında 240 katrilyon ve 2004 yılında 262.6 katrilyon TL.dir. Piyasa yapıcı bankaların aktifleri Türk bankacılık sistemi aktiflerine paralel olarak artış göstermiştir. Ayrıca bankacılık sistemi aktiflerinin yaklaşık %90'ını piyasa yapıcı bankaların aktifleri oluşturmaktadır. Bu da piyasa yapıcısı seçilecek bankaların güçlü aktif yapıları olması gerektiğini göstermektedir.

**Tablo 7. Türk Piyasa Yapıcılığı Sisteminde Yer Alan Bankaların Aktiflerinin ve Faiz Gelirlerinin Gelişimi ve Yapısı (Trilyon TL.)**

	2002	2003	2004*
<b>Toplam Aktifler</b>	190.032	240.030	262.686
<b>Menkul Değerler Cüzdanı</b>	74.174	13.396	99.106
- Alım-Satım Amaçlı MD	21.525	30.969	21.293
- Satılmaya Hazır MD	18.031	35.423	32.881
- Vadeye Kadar El.Tut. MD	34.618	47.004	44.931
<b>Faiz Gelirleri</b>	35.944	28.980	25.789
- Menkul Değerlerden Elde Edilen Faiz Gelirleri	21.944	19.560	15.032

\* Eylül 2004 itibariyledir.

- 2002 yılı rakamları, bankaların 31 Aralık 2002 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL. nin 31 Aralık 2003 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.
- 2003 yılı rakamları, bankaların 31 Aralık 2003 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL. nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.
- 2004 yılı rakamları, bankaların 30 Eylül 2004 tarihi itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından alınmıştır. Tutarlar, TL. nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

**Kaynak:** T.B.B.; Türk Piyasa Yapıcı Bankalara ait MUY Kapsamında Kamuya Açıklanmış Konsolide Bilançolar

Türk bankacılık sistemi aktif kalemleri içinde menkul değerler cüzdanının\* gerek payında gerekse bileşiminde hızlı bir değişim olmuştur. Tablo 6'dan görüldüğü üzere alım-satım amaçlı menkul değerler 2002 yılında artış gösterirken 2003 yılında azalmış, satılmaya hazır menkul değerlerde de artış görülmüştür. Vadeye kadar elde tutulacak

\* Menkul değerler cüzdanının bileşimi, alım-satım amaçlı, satılmaya hazır ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerlerden oluşmaktadır. Alım satım amaçlı menkul değerler, piyasada kısa dönemde oluşan fiyat ve benzeri unsurlardaki dalgalanmalardan kar sağlamaya yönelik bir portföyün parçasıdır. Vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler, vadesine kadar saklama niyetiyle elde tutulan ve fonlama kabiliyeti olmak üzere vade sonuna kadar elde tutulabilmesi için gerekli koşulların sağlanmış olduğu, sabit veya belirlenebilir ödemeleri ile sabit vadesi bulunan ve 'banka kaynaklı krediler ile alacaklar' dışında kalan menkul değerlerdir. Satılmaya hazır menkul değerler ise 'banka kaynaklı krediler ile alacaklar' ve 'vadeye kadar elde tutulacaklar' ile 'alım-satım amaçlı menkul değerler' dışında kalan menkul değerlerden oluşmaktadır.

menkul değerlerde ise önemli bir değişiklik ortaya çıkmamıştır. Piyasa yapıcı bankaların aktif kalemleri içinde menkul değerlerin payı 2002 yılında yükselirken izleyen yıllarda düşüş yaşanmıştır. Cüzdanın bileşimini oluşturan menkul değerlerin üçünde de 2002 yılından sonra yaşanan artışlar yerini 2003 yılından sonra azalışa bırakmıştır.

Tablo 6 ve Tablo 7’de dikkat çeken nokta ise; gerek Türk bankacılık sistemi gerekse piyasa yapıcı bankaların faiz gelirlerinin yıllar itibariyle menkul değerler cüzdanından elde edilen faiz gelirlerine bağlı olarak gerilemesidir. Bu gerilemenin nedenlerinden biri, bankaların menkul değerler cüzdanını daraltmalarıdır. Bankalar artık giderek daha düşük miktarda menkul değeri aktiflerinde tutmaktadır. Bir başka neden de DİBS faiz oranlarındaki gerilemedir.

**Tablo 8. DİBS Faiz Oranları (%)**

	2001				2002				2003				2004			
	Ocak	Nisan	Temmuz	Ekim	Ocak	Nisan	Temmuz	Ekim	Ocak	Nisan	Temmuz	Ekim	Ocak	Nisan	Temmuz	Ekim
<b>Nominal faiz oranı</b>	0,65	130	95	92	71	58	73	64	57	58	46	29	25	23	26	25
<b>Reel faiz oranı</b>	-17	43	33	41	31	19	40	43	40	45	28	9	6	4	7	6

**Kaynak:** 2000-2004 yılları arası T.C. Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Raporlar

Tablo 8, son yıllardaki DİBS faiz oranlarını göstermektedir. 2001 yılı sonu itibariyle nominal %92 olan DİBS faiz oranı zamanla düşerek, 2002 yılı sonunda %64’e, 2003 yılı sonunda %29’a, 2004 Eylül itibariyle de %25’e dek gerilemiştir. Bu durum, ellerinde DİBS bulunduran bankaların menkul değer faiz gelirlerindeki gerilemenin sebeplerinden biridir.

### **3.2. Türk Piyasa Yapıcı Bankaların Uygulama Öncesi ve Sonrası DİBS Stokları ve Faiz Gelirleri**

Kamu açıkları büyüdükçe bir kısmının iç mali sektörden finanse edilmesi bu sektörü önemli ölçüde etkilemektedir. Bu etkilerin boyutu, piyasa yapıcı bankaların konsolide bilançolarından görülebilir. Bilindiği üzere ülkemiz kamu borç yöneticileri piyasa yapıcılığı uygulamasını 2000 yılı Mayıs ayında başlatmıştır. Ancak sistemin uygulama süresi Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile ilk 6 ay ile sınırlı kalmış, sistem Eylül 2002’de tekrar yürürlüğe girmiştir. O nedenle Türk piyasa yapıcı bankaların gerek ellerinde bulundurdukları DİBS’lere ilişkin göstergeler gerekse bunlardan elde ettikleri faiz gelirleri, kesintiye uğrayan ilk piyasa yapıcılığı uygulamasını kapsamamaktadır.

### 3.2.1. Piyasa Yapıcı Bankaların DİBS Stoklarına İlişkin Analiz

“Türk piyasa yapıcısı” ünvanını kullanan bankaların, piyasa yapıcısı seçilmeden önceki ve sonraki dönem için DİBS stokları ve bu stokun bilanço içindeki büyüklükleri Tablo 9’da yer almaktadır. 2002-2003 yılları piyasa yapıcı bankalar arasındaki iki kamusal sermayeli banka, Vakıflar Bankası ile Ziraat Bankası’dır. Özellikle 2002 yılında Vakıflar Bankası özkaynaklar içinde DİBS stokunu rekor seviyede arttırmıştır. Büyük ölçekli özel sektör bankalarından Garanti Bankası ise DİBS stoku/özkaynaklar oranını %330 civarında arttıran tek bankadır. Diğer büyük ölçekli özel sektör bankalarından İş Bankası ve Akbank’ın bu rasyosu düşüktür. 2003-2004 yılları piyasa yapıcı bankalar arasına bir kamusal sermayeli banka olarak Halkbank eklenmiştir. Halkbank ve Ziraat Bankası, diğer piyasa yapıcı bankalar arasında en yüksek DİBS stoku/özkaynaklar rasyosuna sahip bankalar olmaya devam etmişler, Vakıflar Bankası ise rasyoyu düşürmüştür. Ancak 2002 yılından sonra Halkbank ve Ziraat Bankası dışında diğer piyasa yapıcı bankaların özkaynakları içinde DİBS stoklarını önemli ölçüde düşürmeleri, dikkat çeken bir noktadır.

DİBS’lere, reel faiz getirisinin yüksekliği nedeniyle yüksek talep gösteren piyasa yapıcı bankaların aktiflerinde DİBS’lerin payı giderek arttığında, aktif kalitesi bozulur ve kırılganlığı artar. Söz konusu menkul değerlerin piyasalardaki dalgalanmalara duyarlılığı sonucu, vade riskini yüklenen bankaların, özellikle açık pozisyon ya da kısa vadeli fonlama yöntemleri ile bu menkul değerleri fonlaması sonucu, 1994 ve 2000 krizlerinde aktif yapıları büyük zarar görmüştür. DİBS stoklarındaki artış ile DİBS stokunun özkaynak ve toplam aktiflere olan oranındaki artış, tedirgin edici bir yapı sergilemiştir. “Öte yandan borçların ödenmemesi halinde, DİBS’lerin çoğunluğunu ellerinde bulunduran bankalar zor durumda kalacaklardır ve mudilere de ödeme yapılamaması söz konusu olacaktır. Ancak ülkemizde 1994 yılından bu yana mevduat sigortalıdır. Bu da kamu borcunu oldukça güvenli hale getirir. Mudilerin durumunun kamuya borç verenlerin durumuna yaklaşmasına neden olabilir. Dolayısıyla mevduat sigortalı olduğundan, mevduat kamunun borcu haline gelir” (Bağcı, 2001: s. 91).

**Tablo 9. Piyasa Yapıcı Bankaların DİBS Stoku Artış/Azalış Oranları ve DİBS Stoklarının Özkaynak ve Toplam Aktif Tutarlarına Oranı (%)**

	DİBS STOKU/ ÖZKAYNAKLAR			DİBS STOKU/ TOPLAM AKTİFLER			DİBS STOKU ARTIŞ/AZALIŞ ORANI (%)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2001/2002	2002/2003	2003/2004
<b>AKBANK</b>	165,1	145,4	80,0	21,5	24,9	14,1	%-30,1	%20,1	%-42,1
<b>Finansbank</b>	207,4	162,2	90,0	12,4	13,1	7,5	%-20,3	%8,2	%-34,3
<b>HSBC</b>	60,6	12,2	17,7	14,1	3,0	3,4	%-20	%-19,4	%45,6
<b>Oyakbank</b>	262,4	253,1	84,5	26,5	25,9	8,9	%-51,4	%8,5	%-62,2
<b>Ziraat</b>	364,1	403,3	546,7	39,9	50,3	45,1	%-20,8	%35,2	%-3,1
<b>Dışbank</b>	120,6	548,4	101,9	13,7	8,2	11,5	%57,4	%-36,9	%67,1
<b>Garanti</b>	331,1	230,3	152,1	25,3	16,1	14,8	%-12,6	%-9,8	%-28,2
<b>Halkbank*</b>	--	485,5	461,5	--	65,3	59,9	%--	%--	%-5,7
<b>İş Bankası</b>	102,3	72,4	40,3	15,1	13,5	6,8	%-38,2	%-10,8	%-24,7
<b>Vakıflar</b>	1044,5	658,1	363,2	42,1	34,5	23,8	%--	%-3,5	%-24,3
<b>Yapı Kredi</b>	130,5	92,3	89,8	17,4	13,9	13,5	%-42,9	%-19,9	%3,6

2002 yılına ilişkin bilgiler için; Bankaların 31.12.2002 ve 31.12.2003 tarihleri itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından yararlanılmıştır. Tutarlar, milyar TL. olup, TL'nin 31 Aralık 2003 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

2003 ve 2004 yıllarına ilişkin bilgiler için; Bankaların 30.09.2003 ve 30.09.2004 tarihleri itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından yararlanılmıştır. Tutarlar, milyar TL. olup, TL'nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

\* Halkbank, piyasa yapıcılığı sistemi içerisine 2003-2004 döneminde dahil olmuştur. O nedenle bankanın 2002 yılına ait DİBS stoku/özkaynaklar, DİBS stoku/toplam aktifler ve 2001/2002 ile 2002/2003 yıllarına ait DİBS stoku artış oranları tabloda yer almamaktadır.

**Kaynak:** T.B.B.; Türk Piyasa Yapıcı Bankalara ait MUY Kapsamında Kamuya Açıklanmış Konsolide Bilançolar.

Piyasa yapıcı bankaların toplam aktifleri içinde DİBS stoklarına baktığımızda (Tablo 9), genelde %10'un üzerinde bir orana rastlanmaktadır. Söz konusu rasyosu en yüksek bankalar, 2002 yılında kamusal sermayeli piyasa yapıcı bankalar olan Vakıflar Bankası ile Ziraat Bankası'dır. 2003 yılında Ziraat, Akbank ve Finansbank dışında her piyasa yapıcı banka toplam aktifler içinde DİBS stoklarını azaltma yoluna gitmiştir. 2004 yılına geldiğinde aynı eğilim devam etmiş, sadece Dışbank'ın DİBS stoku/toplam aktifler payı o yıl için artış göstermiştir. Bu da bankaların giderek daha düşük miktarda ellerinde DİBS bulundurduğunu göstermektedir. Bu yargıyı güçlendirmek için bankaların DİBS stoku artış/azalış oranlarına da bakmak gerekecektir.

Bilindiği üzere ülkemizde kamu kesimi finansman açığı devam etmekte, ödenen yüksek reel faizler ile iç borç stoku sürdürülemez boyutlara ulaşmaktadır. Yüksek reel faizler, kamuya kaynaklık eden tüm kesimleri cezbeder. Özellikle bu kaynaklardan bankalar, yüksek faizlerden yararlanmak için DİBS taleplerini önemli düzeyde

arttırmışlardır. Piyasa yapıcı bankaların piyasa yapıcısı olmadan önceki ve sonraki yıllarda gerçekleşen DİBS stoku rakamlarında göze çarpan en belirgin özellik, 2001/2002 yıllarında Dışbank, 2002/2003 yıllarında Ziraat Bankası, Finansbank ve Dışbank, 2003/2004 yıllarında da HSBC dışında tüm piyasa yapıcı bankaların DİBS stoklarını azalttığıdır. DİBS stoku artış/azalış oranlarına ilişkin bu genel eğilim, sistemin kırılma eğiliminin bir göstergesi sayılabilir. Sözkonusu bankaların 2000 yılı bilançolarından görülen şudur ki; bu bankalar 2000 yılından sonra DİBS stoklarını azaltma eğilimi içerisine girmişlerdir. Ancak bu durumun bedelini, karlılıklarının önemli bir bölümünü oluşturan menkul değer faiz gelirlerinden feragat etmeleri dolayısıyla, oldukça ağır ödedikleri gözükmektedir.

### 3.2.2. Piyasa Yapıcı Bankaların Faiz Gelirlerinin Analizi

Piyasa yapıcı bankalar DİBS ihraç eden Hazine ile piyasa arasında, kendilerine verilen ayrıcalıklardan yararlanarak kar elde etmeye çalışan kurumlardır. Tablo 10, piyasa yapıcı bankaların menkul değerlerden elde ettikleri faiz gelirlerini yansıtmaktadır. Menkul değerlerden elde edilen faiz gelirleri, alım-satım amaçlı, satılmaya hazır ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerlerden elde edilen faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

2002 yılında toplam aktifleri içinde DİBS stoku en yüksek seviyedeki bankalardan Ziraat Bankası ve Vakıflar Bankası iken, rekor seviyede faiz geliri elde eden banka, Ziraat Bankası olmuştur. Yüksek düzeyde faiz geliri elde eden diğer bankalar sırayla sektörün büyük ölçekli özel bankaları; İş Bankası, Akbank ve Garanti Bankası'dır. Vakıflar Bankası ise 2002 yılında %42.1 ile en yüksek DİBS stoku/toplam aktifler rasyosuna sahip olmasına rağmen, menkul değerlerden elde edilen faiz gelirlerinde 5. sırayı almıştır. 2003 yılında piyasa yapıcı bankalar arasına giren Halkbank, %65.3 ile o yıla ait en yüksek DİBS stoku/toplam aktifler rasyosuna sahip banka iken, o yıl menkul değerlerden elde edilen faiz gelirlerinde yine ilk sırayı diğer kamusal sermayeli banka olan Ziraat Bankası almıştır. Sırayı önceki yıldaki gibi büyük ölçekli özel sektör bankalarından İş Bankası ve Akbank izlemektedir. 2003 yılında da hemen hemen aynı gelişme kendini göstermiş, bu kez sıralamada Garanti Bankası da yer almıştır.

Tablo 10 incelendiğinde, piyasa yapıcı bankaların faiz gelirlerinde düşme eğilimi olduğu görülmektedir. Aslında piyasa yapıcı bankaların ihale alım performanslarının giderek arttığı Grafik 1'de görülmektedir. Bu durumla ilgili olarak, yıllar itibarıyla düzenli bir şekilde ve artarak borçlanan kamunun, bu kez DİBS'lere daha düşük oranda faiz verdiğini söyleyebiliriz.

**Tablo 10. Piyasa Yapıcı Bankaların Menkul Değerlerden Elde Ettikleri Faiz Gelirleri (Trilyon TL).**

	2002				2003				2004			
	Alım-Satım Amaçlı	Satılmaya Hazır	Vadeye Kadar Elde Tutulacak	TOPLAM	Alım-Satım Amaçlı	Satılmaya Hazır	Vadeye Kadar Elde Tutulacak	TOPLAM	Alım-Satım Amaçlı	Satılmaya Hazır	Vadeye Kadar Elde Tutulacak	TOPLAM
<b>AKBANK</b>	1.060.3	613.5	393.1	2.066.9	1.635.8	1.005.4	54.6	2.695.8	569.9	1.177.2	94.9	1.842.1
<b>Finansbank</b>	12.8	235.9	401.4	650.2	0.8	162.3	165.9	329.0	2.6	118.4	124.6	245.7
<b>HSBC</b>	27.9	56.6	112.2	199.8	34.7	40.4	37.9	112.9	17.9	27.5	0	45.4
<b>Oyakbank</b>	593.7	1.9	69.8	665.5	71.6	1.6	247.9	321.2	12.5	110.5	115.2	238.2
<b>Ziraat</b>	4.350.0	21.2	7.276.8	11.647.9	592.6	32.4	7.022.7	7.647.4	830.6	654.2	3.929.5	5.414.3
<b>Dışbank</b>	44.4	185.3	9.3	239.1	63.8	166.5	7.7	238.2	44.6	174.9	21.3	240.8
<b>Garanti</b>	533.3	48.1	1.421.5	2.002.9	24.7	242.7	509.9	777.3	149.7	514.3	535.5	1.199.4
<b>Halkbank*</b>	--	--	--	--	8.7	0.6	4.037.0	4.046.4	80.9	0.1	1.959.8	2.040.9
<b>İş Bankası</b>	287.1	1.324.0	570.7	2.181.8	1.006.7	448.0	264.9	1.719.7	813.7	1.093.2	110.1	2.017.0
<b>Vakıflar</b>	924.0	1.3	243.9	1.169.2	698.5	18.3	252.3	969.2	636.6	242.6	132.2	1.011.4
<b>Yapı Kredi</b>	778.3	38.1	304.3	1.120.7	371.3	64.5	267.1	702.9	492.6	184.2	60.3	737.2

2002 yılına ilişkin bilgiler için; Bankaların 31.12.2002 ve 31.12.2003 tarihleri itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından yararlanılmıştır. Tutarlar, milyar TL. olup, TL'nin 31 Aralık 2003 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

2003 ve 2004 yıllarına ilişkin bilgiler için; Bankaların 30.09.2003 ve 30.09.2004 tarihleri itibariyle enflasyona göre düzeltilmiş konsolide bilançolarından yararlanılmıştır. Tutarlar, milyar TL. olup, TL'nin 30 Eylül 2004 tarihindeki satınalma gücüyle ifade edilmiştir.

\* Halkbank, piyasa yapıcılığı sistemi içerisinde, 2003-2004 döneminde dahil olmuştur. O nedenle bankanın 2002 yılına ilişkin verileri tabloda yer almamaktadır.

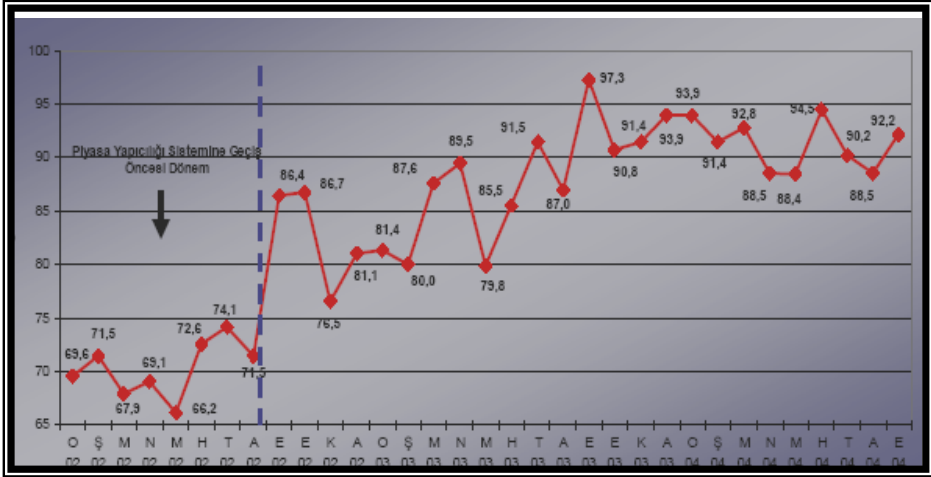
**Kaynak:** T.B.B.; Türk Piyasa Yapıcı Bankalara ait MUY Kapsamında Kamuya Açıklanmış Konsolide Bilançolar.

Piyasa yapıcılığı uygulamasının DİBS birincil piyasasına etkisini görebilmek için 2002 yılı Eylül ayından itibaren 10, 2003 Eylül ayından itibaren 11, 2004 Eylül ayından itibaren de 12 piyasa yapıcı bankanın ihale alım performanslarını gösteren Grafik 1'e bakmak gerekir. Piyasa yapıcı bankaların sistemin uygulanmaya başlamasından önceki



dönemde alımları %70'ler civarındayken 2002-2003 döneminde %80-85 seviyelerine, 2003-2004 döneminde de %90-95 seviyelere erişmiştir (Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004, s. 12). Eylül 2002 tarihinden itibaren uygulamada olan piyasa yapıcılığı sistemi çerçevesinde DİBS birincil piyasasında belli bir alım garantisi ile etkinliğin artırıldığı, ikincil piyasada ise likidite artışının sağlandığı görülmektedir.

**Grafik 1. Piyasa Yapıcı Bankaların İhale Alım Performansları**



**Not :** Üç aylık referans bono ihaleleri dahil olup Rekabetçi Olmayan Teklif ve İhale Sonrası Teklif yoluyla yapılan satışlar hariçtir.

**Kaynak :** T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004, s. 13.

Piyasa yapıcılığı uygulamasının ilk başladığı günden bu güne sistemde bulunan Kentbank, Ulusal Bank, İktisat Bankası TMSF'ye alınmış, Osmanlı Bankası ve Körfezbank da Garanti Bankası nezdinde birleşmiştir. Bankaların sayısı kriz ile birlikte azalmış, rekor seviyelerde tuttıkları DİBS stoklarından vazgeçmeye başlamışlardır. Azalan banka sayısı ortamında piyasa yapıcı banka sayısı da 2002 yılı ile birlikte düşmüştür. Kriz öncesi dönemde yüksek düzeyde elde ettikleri karları bir daha elde edememişler, devlet iç borçlanmasına kaynaklığın karlı dönemini geride bırakmışlardır.

## SONUÇ

Kamu borç yönetiminin temel hedefi, devletin borç finansmanını mümkün olan en ucuz şekilde karşılamaktır. Bu amaca ulaşılabilmesi için, DİBS birincil ve ikincil piyasalarının hacimli, etkin, likit ve derin olması gerekmektedir. Hedefi gerçekleştirmede izlenecek yollardan biri, özel aracılık statüsünü üstlenmiş finansal kurumların görev aldığı ve bir çok sanayileşmiş ülkenin uzun yıllardır uyguladığı, piyasa yapıcılığı sistemidir.

Piyasa yapıcılığı sisteminin amacı, borç yönetiminde etkinliğin artırılması, DİBS ikincil piyasasında likiditenin artırılması, piyasa yapıcı bankalara gerek birincil piyasada gerekse ikincil piyasada tanınacak ayrıcalıklarla sistemin sürekli kılınmasıdır. Dolayısıyla bu sistem, DİBS'lerin ihracında ve ikincil piyasasında etkinliği arttırmak amacıyla, piyasa yapıcılığı görevini üstlenen mali kurumlara, gerek birincil gerekse ikincil piyasada birtakım haklar tanınmasına karşılık, Hazine ihalelerine aktif katılım ve ikincil piyasada sürekli alış-satış teklifleri bildirmesi gibi yükümlülükleri öngören bir sistemdir.

Ülkemizde piyasa yapıcılığı sistemini kurmaya, sistemin işleyiş esaslarını belirlemeye, sistemi gerektiğinde kaldırmaya Hazine Müsteşarlığı yetkilidir. Hazine, birincil piyasada bir başka deyişle ihale piyasasında aktif rol oynarken, ikincil piyasada önemli bir rolü yoktur. İkincil piyasada hep tek taraflı teklifin olması ve kurumların ya hep beraber alıcı ya da hep beraber satıcı olması sonucu likidite sağlanamamakta ve bu durum Hazine'nin birincil piyasada daha yüksek faiz ödemesine yol açmaktadır. Ancak piyasa yapıcılığı sisteminde araçlar hem alış hem de satış kotasyonu verip bu kotasyonlara talip olduklarında, alım-satım yapmaya zorunlu olarak piyasada likiditeyi sağlayacaklardır. Böylelikle ikincil piyasa derinleşecek, sert ve ani fiyat hareketleri ortadan kalkacaktır.

Başka ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de piyasa yapıcısı statüsü, finansal kurumlar açısından bir prestij unsurudur. Ülkemiz piyasa yapıcısı finansal kuruluşlar, bankalardan oluşmaktadır. Hazine, bu bankalara sağlayacağı prestijin karşılığında kendine bazı avantajlar elde etmektedir.

Piyasa yapıcılığı sisteminde DİBS ihraç eden kurum olarak pek çok avantaj elde eden Hazine, sistem sayesinde ilk hedefine yani ihalelere yeterli katılımı sağlayarak kamunun en düşük maliyetle borçlanmasını sağlama hedefine ulaşabilir. Bu bağlamda Hazine, DİBS'lerin piyasada geniş bir kitleyi kapsayacak şekilde alıcısının ve satıcısının olmasından da emin olmak ister. Piyasa yapıcılığı sisteminin, DİBS ihalelerinde rekabet ortamını sağlayarak bu ortamı etkinleştirme gibi bir avantajı vardır.

Kamu borçlanma piyasaları, kurumsal yatırımcıların azlığı ve aktif olamamaları nedeniyle gelişmemektedir. Bankalar, aracı kurumlar, yatırım fonları, sigorta ve emeklilik şirketleri, yatırım bankalarının bu piyasaya katılımı ve piyasa paylarının artırılması gerekmektedir. Bu piyasalarda rekabetin sağlanması ile sistemin gelişmesi ve maliyetlerin düşürülmesi mümkün olabilmektedir. Sağlanan rekabet ortamı ile piyasaya daha çok para girer, işlem komisyonları düşer, piyasada alım-satım kotasyonları arasında marj daralır, her tür ve vadede ihraç edilen DİBS'ler için oluşan fiyatlar sayesinde, ihalede oluşacak fiyatlarda daha az dalgalanma olur. Bu da birincil piyasanın oluşmasına yardımcı olarak kamunun borçlanma maliyetini düşürür.

Hazine ikinci hedefine yani ikincil piyasada likiditenin sağlanması hedefine de yine sistemin işleyişi ile, bir başka deyişle piyasada her an ve her koşulda çift taraflı fiyat kotasyonu açıklayacak olan piyasa yapıcılarının olması sayesinde ulaşır. Likiditenin artması ile piyasanın derinleşmesi ve sonuçta kamu açıklarının daha rahat finanse edilmesi sağlanır. Çünkü ikincil piyasada likiditeyi arttırmaya yönelik olarak

piyasa yapıcılığı, aslında birincil piyasanın fonksiyonelliğini artıran ve sonuçta devletin daha rahat borçlanmasını finanse eden bir yöntemdir.

Hazine açısından piyasa yapıcı bankaların görevlerini iyi yapması ve istendiği miktarda piyasadan borç toplamaları önemlidir. Birincil piyasada DİBS ihalelerine maksimum düzeyde katılımın, istekli ve güçlü alımın, olası en yüksek fiyattan olacağından emin olmak ister. Piyasa yapıcı bankalardan her biri hazine ihalelerinde satılacak DİBS'lerin %5'ini almak zorundadırlar. 2004-2005 dönemi piyasa yapıcı banka sayısı 12'dir. Böylelikle devlet DİBS satışlarının %60'lık bir kısmını garantilemiş görünmektedir.

Bütçe açıklarının finansmanının sorunsuzca sürdürülemeyeceğinin sorgulandığı bir dönemde, devletin borçlarının bir kısmını satın almak için bankaları zorunlu tutması, kamu finansmanında piyasa yapıcılığı sisteminde en önemli boyuttur. Bir çok ülkede devlet tarafından rezerv karşılıkları olarak DİBS'lerin tutulması, bankalara bir zorunluluk olarak getirilmektedir. Kamu, zorunlu karşılıkları ve disponibiliteler oranlarını DİBS satışlarını kolaylaştırmak için kullanabilmektedir.

Bankaların DİBS almama yönünde bir tercihi söz konusu olmamaktadır, ancak bir çıkarının olması gerekmektedir. Her sektör gibi bankacılık sektörü de karlılığını arttırmayı hedefler. Aracılık maliyetleri ve operasyonel maliyetler bu hedefin önünde engel teşkil etmektedir. Karlılığı arttırmak için bankaların sermayelerinin daha da gelişmesi, yeni alanlara girebilme olanağı bulması, risk taşıyabilme kapasitesinin artması gerekir. Kamuya kaynaklık da, onların kar elde etme yollarından biridir. Hazine piyasa yapıcılara toptancı rolü verdiği için karlılıklarını, ikincil piyasada repo yaparak arttırırlar. Ayrıca devlet piyasa yapıcı bankalara, Merkez Bankası'nın likidite desteğini vaat etmektedir.

Kamu borçlarının yükselen seyri, bankaların aktiflerinde kamu menkul değerlerinin giderek daha fazla oranda bulunmasına yol açmıştır. Bankalar gerek doğrudan ellerinde bulundurmaları suretiyle gerekse yaptıkları repolar aracılığıyla kamu borcunun önemli bir kısmını finanse etmektedirler. Bu durum kendilerinden beklenen finansman görevini yerine getirememelerine yol açar.

Bilindiği üzere kamu iç borçlanmasının yıllar itibariyle artışı, bankaları ve özellikle sistemin güçlü aktörlerinden seçilen piyasa yapıcı bankaları, en önemli DİBS müşterisi konumuna getirmiştir. Özellikle yüksek reel faizler, kamuya kaynaklık eden bu kesimi cezbetmiş, yüksek faizlerden yararlanmak için DİBS taleplerini önemli düzeyde arttırmışlardır. Piyasa yapıcı bankaların piyasa yapıcısı olmadan önceki ve sonraki yıllarda gerçekleşen DİBS stoklarında göze çarpan en belirgin özellik, pek çok piyasa yapıcı bankanın DİBS stoklarını azaltma eğilimi içinde olduklarıdır. DİBS stoku artış/azalış oranlarına ilişkin bu genel eğilim, sistemin kırılma eğiliminin bir göstergesi sayılabilir. Buna bağlı olarak, karlılıklarının önemli bir bölümünü oluşturan menkul değerlerden elde ettikleri faiz gelirlerinin önemli düzeylerde azaldığı bir gerçektir.

Borçlanmaya başvurulurken özellikle o ülkenin vergi potansiyelinden tam olarak yararlanılıp-yararlanılmadığının sorgulanması gerekir. Eğer vergilemenin sınırına gelinmemiş, tüm rezervler değerlendirilmişse, borçlanmaya başvurmak kanımızca yanlış

bir politikadır. Devlet vergi kanunlarını en iyi şekilde uygulayabilmekten ve gelir kaynaklarını değerlendirmekten yoksun, vergi kaçakçılığı ya da vergiden kaçınma yaygınsa borçlanma; hükümetlerin de tercih edebileceği bir kolay finansman yöntemi olacaktır. Her hükümet bilir ki; icraat döneminde gerek kamu harcamalarının gerekse bütçe açıklarının finansmanında para basma ya da borçlanma yerine vergiyi tercih ettiğinde, halkı vergi altında ezmiş olacak, muhalefetin saldırılarına maruz kalacak ve bir dahaki seçim döneminde hükümet etme şansını bu nedenle yitirebilecektir. Etkin bir vergi reformu gerçekleştirmek yerine devleti borçla fonlamak hükümetler için bir kolaylık tercihidir. Ancak unutmamalıdır ki, borç alındığı dönemde borç miktarı kadar vergi ertelemesi yapılmaktadır ve o nedenle bir an önce borcun nihai kaynağı vergiye dönüş yapılması gerekli gibi gözükmektedir.

## KAYNAKÇA

### Kitap ve Makaleler

- BAĞCI, Hamdi; **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Ankara, SPK Yayın No: 135, 2001.
- BELLANI, Stefano; “Primary Dealership and the Repo Market in Europe: A Market Maker Point of View”, **OECD Global Forum on Government Securities Markets and Public Debt Management**, 27<sup>th</sup> November 2003.
- BREUER, Wolfgang; “The Relevance of Primary Dealers for Public Bond Issues”, **CFS Working Paper**, No: 1999/11, February 1999.
- DUE, John. F.; **Maliye**, Çev. Sevim Görgün ve İzzettin Önder, 3. Baskı, İ. Ü. Yayın No: 1241, İkt. Fak. Yayın No: 206, Maliye Ens. Yayın No: 27, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1967.
- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan Kumcu; **Ekonomi Politikası – Teori ve Türkiye Uygulaması**, 3. Baskı, İstanbul, Om Yayınevi, 2002.
- EKZEN, Nazif; “**2. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı (2000-2004) Üzerine Değerlendirmeler**”, (Çevrimiçi) [http://www.bilkent.edu.tr/%7eyeldanbs/Yazilar\\_Uye/Ekzen\\_mart2003.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/%7eyeldanbs/Yazilar_Uye/Ekzen_mart2003.pdf)  
Guidelines for Public Debt Management, 2001.
- İNCE, Macit; **Devlet Borçları ve Türkiye**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2001.
- KAPLAN, Cemal; “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri : Türkiye Örneği”, **T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği**, No: 9910, Nisan 1999.
- KARAKOÇ, Yusuf; “Kamu Kesimi İç Borçlanma İşlemlerinin Hukuki Niteliği” Türkiye’de **Kamu Borçlanması, XVIII: Türkiye Maliye Sempozyumu**, 12-16 Mayıs 2003, Girne-Kıbrıs (T.C. Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma Ve Uygulama Merkezi Yayın No: 16).
- KESİK, Ahmet; “Bütçe Yönetimi İle Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları” **Türkiye’de Kamu Borçlanması, XVIII: Türkiye Maliye**

**Sempozyumu**, 12-16 Mayıs 2003, Girne-Kıbrıs (T.C. Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma Ve Uygulama Merkezi Yayın No: 16).

KUMCU, Ercan; Piyasa Yapıcılığı (2), **Hürriyet**, 20.08.2002.

SÖNMEZ, Sinan; “Bütçe Açığının Finansmanı ve Enflasyon”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Sayı: 21, Nisan 1994, ss. 579-599.

### **Rapor ve Kanunlar**

IMF-Türkiye Niyet Mektubu Metni, 9 Aralık 1999.

İzmir İktisat Kongresi, **Türk Mali Sektörü Raporu**, 2004.

T.B.B., **Türk Bankacılık Sistemi Raporu**, Eylül 2004.

T.B.B., **Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi**.

T.B.B., Türk Piyasa Yapıcı Bankalara ait MUY Kapsamında Kamuya Açıklanmış Konsolide Bilançolar (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/net/donemsel/default.aspx?dil=TR>

T.C. Merkez Bankası Basın Duyurusu, 3 Eylül 2002.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Kasım 2004.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/stat/yillik-borc.htm>.

T.C. Maliye Bakanlığı, **2004 Yıllık Ekonomik Raporu**.

2004-2005 Piyasa Yapıcılığı Sözleşme Taslağı.

25.04.2001 tarihli 4651 sayılı **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun**.

28.03.2002 tarih ve 4749 sayılı **Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun**.