

#### IV) İÇ BORÇLANMA; HAZİNE BORÇLANMASI, İHALELER, PİYASALARIN YAPISI

Dünya tahvil piyasasının büyüklüğü 129 trilyon ABD doları kadardır. Temmuz 2020 itibariyle yüzde 68'i (88 trilyon \$) kamu tahvilleri, kalanı (41 trilyon \$) şirket tahvillerinden oluşmaktadır. Bu devasa büyüklük, özellikle 2009 Küresel Krizinden sonra “üretmeden para kazananların” en aktif oldukları alandır. Tahvil piyasaları sadece devletlerin değil, yerel yönetimlerin, şirketlerin de nakit ihtiyaçlarını karşılamak için oldukça aktif oldukları piyasalardır.

Osmanlı devletinde ilk iç borçlanma 1683 yılında II. Viyana Kuşatmasının ardından yapılır. “İmdadı Seferiye” adı altında 327,5 milyon akçe tutarında borç alınır.<sup>1</sup> Türkiye’de ilk kısa vadeli iç borçlanma örneği 1926 yılının sonlarına doğru, 944 sayılı yasaya dayanılarak yapılan 200 milyon lira tutarındaki demiryolu inşaatı için çıkarılan müteahhit bonolarıdır. İlk uzun vadeli iç borçlanma ise 1933 yılındaki Ergani istikrazıdır. “Fevzipaşa-Diyarbakır demiryolunun yapılması için 12 milyon liralık, yirmi yıl vadeli borçlanılmıştır. İkincisi de Sivas-Erzurum demiryolunun yapımına kaynak olacak 30 milyon liralık borçlanmadır. Borçlanma koşulları, tasarruf sahipleri için çekici olacak şekilde düzenlenmiş, sonuç başarılı olmuştur.” (Kuruç, 2018)

1950’li yıllardan sonra iç ve dış borçlanmada hızlı bir artış görülür. O yıllarda mevduat faizlerinin Merkez Bankası tarafından belirlendiğinden bu günden farklı bir ekonomik yapı içerisinde “Emekli Sandığına devlet ve personel katkıları için hazine kâğıdı verilmektedir. Ticari bankalar mevduatlarının %20’sini, rezervlerinin ise %5’ini hazine kâğıdına yatırmak zorundadır. Anonim şirketler de yine rezervlerinin %5’i ile hazine kâğıdı almak zorundadır” Aynı yıllarda KİT’ler hazineden aldıkları hazine kefaletini haiz bonoları Merkez Bankası’na kırdırarak kendilerine finansman sağlamaktadır. 1960 sonrasında tahville borçlanma örnekleri görülmüştür. “Hürriyet İstikrazı” adı altında Ağustos 1960 tarihinde bir tahvil çıkarılmıştır. 250 milyon TL tutarındaki bu tahvil 20 yıl vadeli ve %6 kupon faizlidir. Tahvilin 150 milyon TL’si halka, kalanı ise Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu’na ve ticari bankalara satılmıştır. 1961 yılında yeni bir borçlanma enstrümanının devreye giriyor. %6 faizli ve ilk beş yıl satılmayan Tasarruf Bonoları hem gerçek hem de tüzel kişiler tarafından vergilendirilebilir gelirlerinin her ay %3’ü kadar almak zorunda oldukları zorunlu bir tasarruf aracıdır. (Emil, 2008)

O yıllarda iç borçlanmada en çok kullanılan araç Merkez Bankası kısa vadeli avansıdır (KVA). Bu yöntemle Hazine bütçe harcamalarının belirli bir yüzdesi kadar nakdi TCMB’den almakta ve bütçe açıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Kısa vadeli denmesinin nedeni, alınan avansın bir yıl içinde geri ödenmesi, kapatılması gereğidir. 2001 yılına kadar geniş uygulama alanı bulan KVA, yüksek bütçe açıkları nedeniyle hiçbir zaman zamanında ve yeteri kadar geri ödenmemiştir. Hazine’nin başı sıkıştığında bir “tahkim kanunu”<sup>2</sup> çıkarmış ve borçlarını silmiştir. Ardından yeniden KVA almaya başlamıştır.

24 Ocak 1980 Kararları sonrasında mevduatta sabit faiz uygulaması kaldırılınca, bankalardan borçlanma yönetimi de değişti. Banka bilançolarının ana kalemi mevduata ödenen faiz bankadan bankaya değişince, aktifinde yer alan kamu borç senetlerinin faizlerini çeşitlendirmek adına iç borçlanma piyasası kuruldu.

<sup>1</sup> Cangöz, M. Coşkun; Dövizle İç Borçlanmanın Günahı, TEPAV Değerlendirme Notu, Ekim 2020

<sup>2</sup> Kamu kurum ve kuruluşları arasında borç/alacak ilişkilerini sıfırlamaya yönelik bir mahsup işlemi olarak özetlenebilir.

Bu arada, borçlanma politikası ile para politikası arasındaki ilişki, para politikasının başarısı açısından her zaman önemini korumuştur. Dönem dönem “uygulanan genişleyici politikaların bir sonucu olarak 1980’li yılların sonlarına doğru ve 1990’larda birçok OECD ülkesinde yüksek düzeylere ulaşan borcun milli gelir içindeki payı enflasyon için ciddi bir tehlike olarak görülmeye başlanmıştır. Kamu borç yönetiminin para politikasının bir parçası ve merkez bankası kaynaklarının kamunun finansman kaynağı olarak görüldüğü bu yıllarda, yüksek borç seviyesinin sürdürülebilirliğinin sorgulanmaya başlanmasıyla birlikte merkez bankası kaynakları ile kamuya finansman sağlanması politikasının enflasyon sonucunu beraberinde getireceği değerlendirilmeye başlanmıştır.” (Coşkun Cangöz, 2012) Bununla beraber hem 2008 Küresel Krizi sonrasında hem de Covid-19 salgınının ardından merkez bankaları önce kamu hazinelerinin sonra da batık şirketlerin tahvillerini satın almışlar, özel sektörü yoğun bir şekilde finanse etmişlerdir.

Borçlanmanın iç veya dış borç olmasının ayırımı genellikle çok yapılan bir yanıştır. Bu alandaki değerlendirme yapılırken, işlemin yapıldığı para cinsi önemli değildir. Tahvil veya bono ihraç işleminin yapıldığı ülkeye göre ayırım yapılır. Eğer bir tahvil iç piyasada ihraç ediliyorsa, dövizli bir tahvil olsa dahi, kayıtlara iç borçlanma olarak kaydedilecektir. Bunun tam tersi de doğrudur. Eğer Türk Lirası bir tahvil, Londra’da veya Tokyo’da ihraç edilmiş ise onun kaydı da dış borçlanma olarak yapılır.

İç borçlanma, normal zamanlarda kamu borç otoritelerinin en çok tercih ettiği seçenektir. Normal zamandan kasıt, ekonomik borçlanmanın çok fazla olmadığı ve ekonominin aşırı dolarize (Serdengeçti, 2005) olmadığı dönemlerdir. Yerel tasarrufların yeterli olması durumunda, kamu borç otoritesinin yerel para ile borçlanması tercih nedeni olmalıdır. Böylelikle kendi egemenlik simgesi olan ve banknot matbaasında basma hakkı bulunan parasını kullanmış olacaktır. Daha önemlisi dövizle yapılan iç veya dış borçlanma eninde sonunda yabancı bir ülkenin parası ile borçlanmaktır. Döviz arzını başka bir ülkenin para otoritesi kontrol etmektedir. Doğaldır ki, ne kadar döviz arz edileceğini kendi ekonomisinin önceliklerine ve çıkarlarına göre karar verecektir. Dolayısıyla, dövize dayalı olarak ihraç edilen ve geri ödenmesi sırasında başka bir ülkenin parasına ihtiyaç duyulması durumunda yeniden dövizle borçlanmaktan başka yol kalmamaktadır.

DİBS çeşitlerini incelemeyen önce iki konuya değinmek gerekir. İlki tahvil fiyatını belirleyen unsurları kısaca hatırlamakta yarar vardır. Faizler ile tahvil fiyatı birbirine ters yönde hareket ederler. Faizler yükseliyorsa, tahvilin fiyatı düşer, getirisi yükselir. Konuyu bir örnekle açıklayalım. Varsayalım ki, ihalede 100 TL’lik bir kâğıt 90 TL’ye alınıyor. Vadesi 1 yıl olsun. Bu durumda getirisi  $10/90 = \%11,1$  olacaktır. Eğer bu kâğıdın piyasa değeri 95 TL olursa o zaman getirisi  $5/95 = \%5,3$  olacaktır. Diğer bir yaklaşımla, faiz düşünce tahvili 90 TL’den alan yatırımcı 95 TL’den satıp kar edecektir. Bunun piyasa terminolojisindeki adı “sermaye kazancıdır”. Bu nedenle tahvil yatırımcıları düşen faiz ortamlarını, özellikle yılsonunda ise, çok severler. Çünkü sermaye kazancı yazarak, bilançolarını ve karlarını güzelleştireceklerdir. Buna karşılık, tahvilin fiyatı 85 TL olursa yatırımcılar  $15/85 = \%17,6$  faiz oranında getiri elde edeceklerdir. Tahvili 90 TL’den alan yatırımcılar 85 TL’den satarken zarar edeceklerdir.

İkinci konu **süredir (duration)**. Tahvil süresi, faiz oranlarının hareket etmesi durumunda ve ne zaman değişebileceğini ölçmenin bir yoludur. Daha teknik anlamda, tahvil süresi, faiz oranı riskinin ölçülmesidir. Tahvil süresini anlamak, yatırımcıların, almayı düşündükleri tahvillerin yatırım portföylerine nasıl uyduğunu belirlemelerine yardımcı olabilir. "Süre"yi iyice anlamadan tahvil piyasalarını okumak neredeyse imkânsızdır. İlk olarak, yukarıda değinildiği gibi, faiz oranları ve tahvil fiyatları arasındaki ters ilişkiyi anlamak önemlidir. Süre yıllar içinde ölçülür. Genel bir kural olarak, faiz oranlarındaki her %1 artış veya azalış için, bir tahvilin fiyatı

her yıl boyunca ters yönde yaklaşık %1 değişecektir. Örneğin, bir tahvilin beş yıllık bir süresi varsa ve faiz oranları %1 oranında artarsa, tahvilin fiyatı yaklaşık %5 oranında azalacaktır. Bir tahvil beş yıllık bir süre vardır ve faiz oranları %1 oranında düşerse, tahvilin fiyatı yaklaşık %5 oranında artacaktır.

“Süre”yi anlamak, vadeden önce tahvillerini satmayı planlayanlar için özellikle önemlidir. 1000 TL için %4 veren 10 yıllık bir tahvil satın alan yatırımcı, yine de her yıl 40 TL alacak ve faiz oranları ile ne olursa olsun 10 yıl sonra 1.000 TL anapara geri alacaktır. Bununla birlikte, bu tahvili vadeden önce satarsanız (veya sahip olduğunuz sırada tahvil satın alan ve satan bir fona yatırım yaparsanız), tahvillerinizin fiyatı oranlardaki değişikliklerden etkilenecektir.

Bir soruyla devam edelim. Süre neden yararlıdır? Her tahvil ve tahvil fonunun bir süresi olduğundan, bu rakamlar yatırım portföyünü oluştururken ve ayarlarken tahvil ve tahvil fonlarını karşılaştırmak için kullanabilecek yararlı bir araç olabilir. Örneğin, oranların yükselmesi beklenirken, daha kısa süreli yatırımlara (başka bir deyişle, daha az faiz oranı riskine sahip olanlara) odaklanmak mantıklı olabilir. Ya da bu tür bir ortamda, faiz oranlarındaki hareketlerden daha az etkilenen farklı risk türlerini içeren tahvillere odaklanmak istenebilir.<sup>3</sup>

## 1. DİBS çeşitleri

Devlet İç Borçlanma Senetlerinde ilk ayırımı (DİBS) Özel Tertip olanlar ve olmayanlar olarak yapmak gerekir. Özel Tertip tahviller, Hazine'nin yasalardan kaynaklanan borçları karşılığında kamu bankalarına, TCMB'ye, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) ve diğer kamu kuruluşlarına verdiği kamu borç senetleridir. Hazine kanunlarda yer alan bir yükümlülüğünü nakit olarak yerine getiremeyince, özel bir borç senedi çıkarır. Vadesi, faizi, kupon ödemesi olup olmayacağı vb. tüm koşullarını Hazine belirler. Bu senetlerin ne kadar ihraç edileceğinin üst sınırı her yıl bütçe kanununda belirlenir. Bu DİBS'ler piyasada alınıp, satılmaz. Kupon ve vade yapısına göre ödeme zamanı gelince, ilgili kamu kurumuna Hazine tarafından nakit ödemesi yapılır.

Özel olmayan, piyasada işlem gören ve nakit yaratan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) vade, para cinsi, kupon, faiz yapısına göre çeşitlere ayrılırlar.

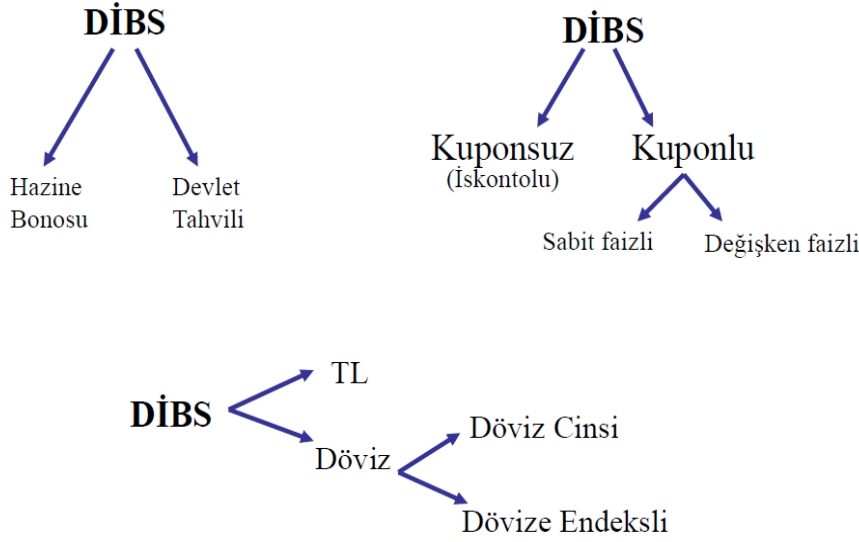
### a) Vadesine göre

Özel tertip olsun veya olmasın tüm DİBS'ler vadesine göre ikiye ayrılır. Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu. Devlet Tahvilleri, 1 yıl ve daha uzun vadeli, Hazine Bonoları ise 1 yıldan kısa vadeli iç borçlanma senetleridir. (1 yıl, Hazine için 364 gündür.)

---

<sup>3</sup> <https://www.blackrock.com/us/individual/education/understanding-duration> dan yararlanılmıştır.

### Grafik IV.3: Devlet İç Borçlanma Senetleri Türleri



#### b) Para Cinsine Göre Sınıflandırma:

Hazine iç borçlanma yaparken, döviz veya TL cinsinden senet ihraçları yapılabilir. Döviz cinsinden ihraç gerçekleştirilen senetler ya döviz cinsinden ya da döviz endeksli olarak ihraç edilirler. Döviz cinsi ve döviz endeksli senetler arasındaki en belirgin fark, döviz cinsinden senetlerin borçlanma ve ödemelerine ilişkin işlemlerin dövizle yapılmasına karşın döviz endeksli senetlerin borçlanma ve ödemelerinin belirlenen kur üzerinden hesaplanan TL karşılıkların dikkate alınarak yapılmasıdır.

#### c) Kupon durumuna göre sınıflandırma:

##### g) Kuponsuz Senetler

Kuponsuz senetler (zero coupon bonds) olarak adlandırılan iskontolu senetlerin faiz ödemeleri sadece vade sonunda yapılır. Söz konusu senetlerin satış fiyatları ile her bir senedin vade sonunda ulaşacağı nominal tutar arasındaki fark senedin üzerinde taşıdığı ve yatırımcının elde edeceği faiz kazancı olacaktır. Anapara ve faiz ödemesi vade sonunda ödeneceği için tek bir nakit akımı söz konusudur. Örneğin borç senedi bir yıl vadeli ise, Hazine ihalede yatırımcıya “vade sonunda sana 100 TL ödeyeceğim. Bugün bana kaç lira verirsin?” anlamında bir soru sorar. Eğer yatırımcı 90 TL verirse  $(10/90) \times 100 = 11,1$  TL getirisi olacaktır. Diğer bir deyimle, 1 yıl sonraki 100 TL'nin %11,1 faizle iskontolu değeri 90 TL olacaktır.

Dolayısıyla, iskontolu senetler, “ihraç tarihinde iskontolu fiyat ile satılan, vadesi boyunca herhangi bir kupon ödemesi olmayan, yatırımcı için getirisi nominal fiyat ile iskontolu fiyat arasındaki fark olan “sabit getirili senetler” olarak tanımlanabilir.

##### ii) Kuponlu senetler

Kuponlu senetler, itfa olana kadar senedi elinde bulunduran yatırımcısına belirli dönemlerde nakit akımı sağlayan senetler olarak tanımlanabilir. Onlar da kendi içinde ikiye ayrılırlar.

## 1) Sabit Kuponlu Senetler

Sabit kuponlu senedin ilk ihracı sırasında kupon oranı Hazine tarafından belirlenmektedir. Piyasa katılımcılarının sabit kuponlu bu tahvil için ihalede nominal değer üzerinden bir fiyat vermeleri istenmektedir. Tahvilin vade tarihinde anapara ödemesi yapılmakta, kupon ödeme tarihlerinde ise faiz ödemeleri gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, birden fazla nakit akımı söz konusudur. Borcun vadesini daha uzun döneme yayarak borç çevirme riskinin azaltılması amacıyla borçlanmanın vadesinin uzatılması önem teşkil etmektedir. Kuponlu senet ihracı yoluyla borçlanma vadesinin uzatılması amaçlanmaktadır.

Sistemin çalışmasını 2 yıl vadeli 6 ayda bir faiz ödemeli bir senedin hesaplanması örneğiyle açıklayalım (Karataş, 2020). Görüldüğü gibi yatırımcı, sabit kuponlu borçlanma senedinden farklı olarak, faiz gelirini vade sonunda, itfa tarihinde bir defada almamakta, her 6 ayda bir almaktadır. Böylelikle, risklerini azaltmakta ve getirisini realize ederek, bilançosuna yazmaktadır.

**Tablo IV.6: 2 yıl Vadeli 6 Ayda bir %5 Faiz Ödeyen 100 TL Nominal Bedelli Senedin Bugünkü Fiyatı**

İhraç aşaması	Birinci kupon ödemesi (TL)	İkinci kupon ödemesi (TL)	Üçüncü kupon ödemesi (TL)	Dördüncü kupon ve anapara ödemesi (TL)
Nakit akışları	5	5	5	105
Bugünkü fiyat	Bugünkü fiyat hesaplaması	Bugünkü fiyat hesaplaması	Bugünkü fiyat hesaplaması	Bugünkü fiyat hesaplaması
4,8	$5/(1+0,05)^1$			
4,5		$5/(1+0,05)^2$		
4,3			$5/(1+0,05)^3$	
86,4				$105/(1+0,05)^4$
100				

## 2) Değişken faizli tahvil (DFT)

Hazine ihaleyle ilk DFT ihracını Temmuz 1999'da yapmıştır. Sabit kuponlu senetlerin ihracında olduğu gibi, bu enstrümanların ihracı yoluyla Hazine iç borç stokunun ortalama vadesinin uzatılması hedeflenmektedir. Söz konusu değişken faizli tahvil ile Hazine bir yandan faiz riskini üstlenirken, diğer yandan vade uzatımı yoluyla Hazine borcunu yenileme (roll-over) riskini azaltmayı hedeflemektedir. DFT'lerin yapısı gereği faiz oranlarındaki değişimlere karşı fiyat duyarlılığı sonraki kupon tarihine kalan süre ile orantılı olmakta ve dolayısıyla fiyat yapısı bir anlamda 3/6 ay (kupon vadesi) vadeli bir bonoya benzemektedir. Piyasa oyuncuları bu tahvili alarak büyük bir faiz riski üstlenmemiş olacaklardır.

DFT'lerin fiyatlaması, sağlayacağı nakit akımlarının değişken olması sebebiyle sabit getirili enstrümanlara göre daha zordur. Daha önceki ihraçlar ile ikincil piyasa gözlemlerine bakıldığında, fiyatlama zorlukları senetlerin likiditesi üzerinde olumsuz bir etki yarattığı gözlenmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, belirsizlikler menkul varlıkların fiyatlamalarını zorlaştırmakta ve özellikle küçük yatırımcıların DFT'lere olan ilgisini azaltmaktadır. Buna karşılık bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için bilançolarının aktifinde değişken faizli tahvil bulundurmamak, özellikle faizlerin düşüş trendinde olduğu dönemler için karlı bir işidir.

#### i) Enflasyona Endeksli Tahvil

Son yıllarda kullanılan bir değişken faizli tahvil çeşidi de enflasyona endeksli tahvildir. Enflasyona endeksli tahviller, piyasa oyuncularının enflasyonla mücadeleye güven duymalarıyla yakından ilgilidir. Borçlanma maliyetinin enflasyon risk primi ölçüsünde azaltılmasına yardımcı olurlar. Hükümetlerin, enflasyon beklentilerinin hedefin üzerinde olduğu kötümser piyasalarda maliyet fırsatını kullanmaları sağlar. Öte yandan enflasyonun düşürülmesine ilişkin hükümetlerin verdiği taahhütlerin güçlendirilerek kredibilitenin artırılmasına yardımcı olabilir. En önemli özelliklerinden birisi piyasa oyuncularının enflasyon beklentilerini gerçekçi olarak yansıtması bakımından enflasyon belirsizliğinin azaltılmasıdır.

“Enflasyona (TÜFE'ye) endeksli senetler ilk ihraç edileceği zaman Hazine tarafından reel kupon oranı belirlenmektedir. Örneğin 6 ayda bir reel olarak yüzde bir kupon ödeneceği Hazine tarafından açıklansın. Senedin kupon ödemeleri yapılırken, anapara tutarı (100 TL) ihraç tarihi ile kupon ödeme tarihi arasındaki enflasyon değişimi kadar artırılmakta ve kupon ödemesi, değerlendirilmiş anapara üzerinden hesaplanmaktadır. Bir örnekle somutlaştıracak olursak reel kupon oranı yüzde bir ise ve senedin ihracından itibaren 6 ay içindeki enflasyon endeksi 100'den 105'e yükselmişse ilk kupon ödemesi  $105 * 0,01 = 1,05$  TL olacaktır. Yani enflasyon kadar anapara ödemesi artırılmakta ve artırılan bu tutara açıklanan reel kupon ödemesi uygulanarak kupon ödemeleri belirlenmektedir. Vade sonunda ise anapara enflasyon kadar artırıldıktan sonra elde edilen tutar (anapara enflasyon farkı) faiz ödemesi olarak ödenmektedir. Ancak söz konusu dönemde enflasyon azalıyor ise anapara nominal tutarın altına inmemektedir. Dolayısıyla, senedin vadesi boyunca deflasyon olması durumunda anapara ödemesi nominal değer üzerinden gerçekleştirilmekte, anaparada herhangi bir azalma söz konusu olmamaktadır. Aynı şekilde kupon ödemeleri de azalan enflasyona karşı garantilidir. Kupon ödeme tarihindeki referans endeksin ihraç tarihindeki endeksten düşük olması durumunda (dezenflasyon), nominal değer olan 100 TL üzerinden Hazinece belirlenen kupon oranı kullanılarak kupon ödemesi yapılmaktadır. Bu çerçevede, reel getiri hiçbir kupon döneminde Hazinece belirlenen oranın altına düşmemektedir. (Karataş, 2020)

#### TÜFE'ye Endeksli Senetlerde Kupon ve Anapara Ödemesi Formülleri

$$\text{Kupon Ödemesi} = \frac{\text{Referans Endeks (Kupon tarihi)}}{\text{Referans Endeks (İhraç tarihi)}} * 100 * \text{Reel Kupon Oranı}$$

$$\text{Anapara Ödemesi} = \frac{\text{Referans Endeks (İtfa Tarihi)}}{\text{Referans Endeks (İhraç Tarihi)}} * 100$$

Aşağıdaki tabloda da gösterildiği gibi, eğer bir senedin piyasadaki faiz oranı kupon oranından düşük olursa iskontolu (indirimli), büyük olursa primli (getirisi daha fazla) veya eşit olabilir. Burada etken olan piyasanın risk algısında ve beklentilerinde görülen değişimlerdir.

**Tablo V.7: Kupon Oranı ile Piyasa Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Senet Fiyatına Etkisi**

Kupon Oranı <Piyasa Faiz Oranı	İskontolu
Kupon Oranı > Piyasa Faiz Oranı	Primli
Kupon Oranı = Piyasa Faiz Oranı	Nominal (Par)

## ii) Kira Sertifikası

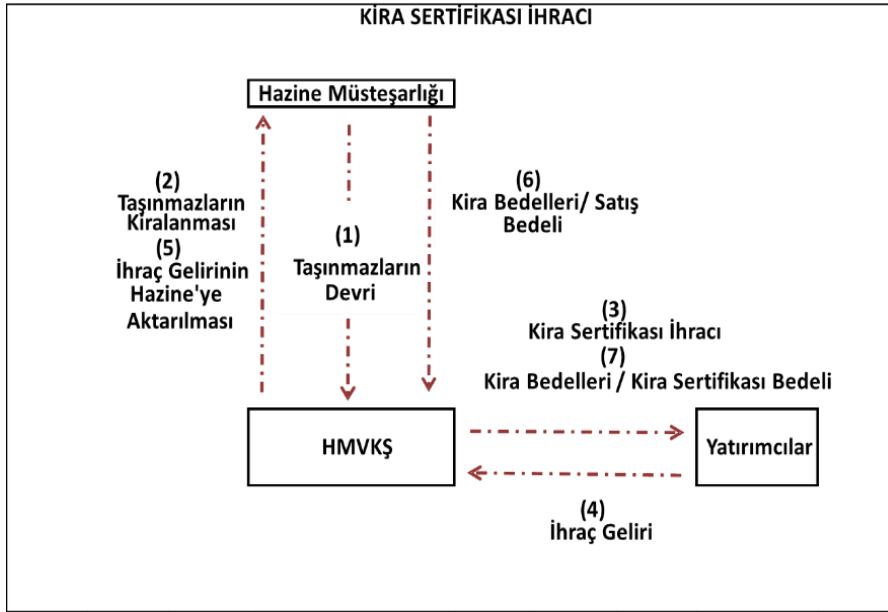
Değişken kuponlu kamu borç senetlerinin bir örneğidir. 2012 yılından bu yana, TL, altın ve dövizli çeşitleriyle ihraç edilen bu senetlerin klasik değişken faizli tahvillerden farkı, getirisinin adının faiz olmamasıdır. Sonunda ihraç sürecinde oluşan kira getirisi oranı, klasik faiz oranından farklı değildir. Örneğin 18 Aralık 2019 tarihinde yapılan TÜFE'ye endeksli 5 yıl vadeli 6 ayda bir kupon ödemeli senedin ortalama dönem faizi %1,46'dır. Buna karşılık aynı gün ihraç edilen 2 yıl vadeli 6 ayda bir kira ödemeli senedin "Kira oranı" %5,75'tir.

Kamu borç otoritesi, "faize duyarlı" yatırımcılar için değişik bir yöntem uygulamaktadır. Anlaşılması pek kolay olmayan bu kamu borçlanma enstrümanı ile borç verilen kurum doğrudan Hazine'de değildir.

"Sistem, aşağıdaki şeklin de yardımıyla, şöyle özetlenebilir. Hazine kendine ait gayrimenkullerin bir kısmını Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketine (HMKVŞ) devreder (1)<sup>4</sup>. Diğer bir deyimle, kamu binalarının bir bölümü HMKVŞ'ne devredilir ve onun envanterine kaydedilir. Ancak bu arada bu taşınmazların kira süresi sonunda Hazine tarafından geri alınacağına yönelik bir geri alım taahhünamesi imzalanır. Bu bir bakanlık binası olabileceği gibi, mülkiyeti Hazine'ye ait herhangi bir bina da olabilir. Sonra bütçeden bu binalar için HMKVŞ'ne kira ödemek üzere Hazine ile HMKVŞ arasında kira sözleşmesi yapılır (2). Ardından HMKVŞ, Hazine'den alacağı kira gelirlerini karşılık göstererek bir kira sertifikası ihraç eder (3). Yatırımcılar HMKVŞ'ne para öderler (4). Alınan kira sertifikasından elde edilen kaynak, varlıklara karşılık Hazine'ye aktarılır (5). Hazine ile HMKVŞ arasında yapılan kira sözleşmesi ve geri alım taahhünamesi çerçevesinde, Hazine tarafından HMKVŞ'ne kira sözleşmesi süresince kira ödemeleri ve kira sözleşmesinin vadesi dolduğunda taşınmazların geri alımı karşılığında taşınmaz satış bedeline ilişkin ödeme yapılmaktadır (6). Ardından, HMKVŞ tarafından kira sertifikası sahiplerine payları oranında kira gelirleri ve kira sertifikası bedelleri ödenmektedir." (Karataş, 2020)

<sup>4</sup> Bu işlemlerin ne kadar hukuka uygun olduğu konusunu, medeni hukuk ve borçlar hukuku uzmanlarına bırakıyorum. Ama benim anladığım kadarıyla, çağdaş medeni hukuka göre bu işlem bir tür "muvazaa" olabilir. Hukuki anlamda "muvazaa" kavramı, irade ile beyan arasında salt üçüncü kişileri aldatmak yahut zarara uğratmak amacıyla birden fazla kişi tarafından bilerek ve isteyerek uygunsuzluk meydana getirilmesini ifade etmektedir. Evet, burada "tam anlamıyla bir muvazaa" olmayabilir. Ancak, yapılan işlem meri hukuk hükümlerinin etrafından dolanmak olarak yorumlanabilir.

#### Grafik IV.4: Kira Sertifikası İhracı



#### iii) Altın tahvili

Hazine 2017 yılından sonra, yine “faize duyarlı” yatırımcılara yönelik olarak hem yatırımcı tabanını genişletmek hem de yastık altındaki kaynakları ekonomiye kazandırmak adına, kurumsal yatırımcılara da satılan altına dayalı kira sertifikalarının aksine, sadece bireysel yatırımcılara yönelik olarak altın tahvili ihracına başlamıştır.

Söz konusu tahvillerin ihraç yönetimini, Dr. Hakkı Karataş şöyle açıklıyor. “Altın Tahvili belirli tarihlerde yatırımcılardan toplanacak talebe göre ihraç edilmektedir. Her bir ihraca ait talep toplama tarihi, ihraç (valör) tarihi, kupon/kira oranı ve itfa tarihi ilgili ihraca ait ihraç duyurusunda paylaşılmaktadır. Altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası, Hazine tarafından kamuoyuna duyurulan aracı bankaların şubeleri aracılığı ile ihraç edilmektedir. Kamuoyuna duyurulacak aracı banka şubelerinde belirli tarihlerde 1 hafta boyunca talep toplanmakta, bu kapsamda talep toplama işlemleri çeşitli illeri/bölgeleri kapsayacak şekilde farklı zamanlarda etap etap gerçekleştirilmektedir. Talep toplama tarihi, altın tahvilinin ve altına dayalı kira sertifikasının özellikleri (getiri oranı, ihraç tarihi, itfa tarihi vb.) <http://hmb.gov.tr> ve <http://altin.hmb.gov.tr> adresinde yayımlanmaktadır.

Talep toplama döneminde sadece 22 ve 24 ayar altınlar kabul edilmektedir. Altınlar hiçbir iskontoya tabi tutulmaksızın saflığı oranında bire bir olarak kabul edilmekte, bu aşamada yatırımcılar herhangi bir kayba uğramamaktadır.” (Karataş, 2020)

#### d) Nakit dışı borçlanma

Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşları arasında, yasalardan doğan borç/alacak ilişkileri vardır. Bunların bir kısmı ana sermayedarı olduğu Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ile arasında olanlar gibi, hissedar ilişkisidir. Başka bir örnek Tasarruf Mevduat Sigortası Fonu (TMSF) ile olan ilişkisidir. İlkinde zarar eden KİT’e, her hissedarın yaptığı gibi ek sermaye koyar. Bunu o KİT’e kanunla verilen “görev zararının”<sup>5</sup> karşılığı yapar. TMSF örneği ise bir

<sup>5</sup> İleride KİT’lerle ilgili 9. Bölümde ayrıntılı biçimde ele alınacaktır.



koşullu yükümlülükten<sup>6</sup> ortaya çıkan bir borçtur. Bankacılık Kanunuyla 150 bin TL'ye kadar olan her hesap devletin sigortası (garantisi) altındadır. Bankalarda bir sorun çıktığında, TMSF garanti verdiği mevduatları ödemek zorundadır. Kendi kaynakları yetene kadar Hazine'ye bir yük gelmez. Ancak sorun büyük ve TMSF kaynakları yetersizse, yasa gereği Hazine devreye girecektir.

Hazine bu borçlarını ödemek için, elinde yeteri kadar nakit ve/veya bütçede ödenek bulunmadığı durumlarda, nakit dışı devlet iç borçlanma senedi vermektedir. Piyasada işlem görmeyen bu DİBS'ler ikrazen ve ikrazen olmayan olmak üzere ikiye ayrılıyor. TMSF'ye verilen DİBS'ler ikrazen yapılan ihraçlara, kamu bankalarına görev zararları için verilen DİBS'ler ise ikrazen olmayan DİBS'lere örnektir.

Nakit dışı iç borçlanma senetleri, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4389 sayılı Bankalar Kanunu ve mali yıl bütçe kanunlarına dayanılarak ihraç edilmektedir. İhraç yetkisi Hazine ve Maliye Bakanına aittir. Diğer bir deyimle, bu senetler ihale ile değil bakan onayıyla ihraç edilirken, tüm şartları bakan tarafından belirlenmektedir.

#### **e) DİBS İhraç Süreci**

İhale, fiyatlar hakkında bilgi eksikliği olduğu zaman, fiyatların rekabet ortamında oluşmasını sağlayan bir mekanizmadır. Böylelikle, kamu, satıcılardan teklifler alarak fiyatın oluşmasını sağlar. Burada en kritik konu, ihaleye teklif verenlerin kendi aralarında anlaşarak fiyat vermelerini önlemektir. Bankalar ve/veya kurumsal kamu borçlanma senedi yatırımcıları, ihaleden önce bir araya gelerek fiyat kararlaştırıyorlarsa, rekabetçi fiyatın oluşumu engelleniyor demektir. Aynı şey, ihalenin kamu borç otoritesi tarafından değerlendirilmesi sırasında da olabilir. Örneğin ihale kararını teknisyenler yerine siyasetçiler veriyorsa, o ihalenin ne kadar rekabetçi şartlarda değerlendirildiği tartışmalıdır. Siyasetçilerin öncelikleri her zaman bir sonraki seçimi kazanmaktır. Dolayısıyla kararları kısa vadeli. O zaman siyasi kararların kamu borç otoritesinin, uzun vadeli ve düşük maliyetli borçlanma amacına ne kadar uydukları tartışmalıdır.

İç borçlanmada ihale süreci, ihale duyurusunun yayınlamasıyla başlar. İhaleler genellikle salı günleri yapılır. Valör kesme (borçlunun parasını ödeme günü) tarihi bir sonraki gündür. Böylelikle senedin itfa (geri ödeme) günü Çarşamba'ya getirilir. Salı günü ihaleden DİBS alan bankalar ve diğer yatırımcılar, eğer çarşamba günü Hazine'den alacakları varsa, karşılıklı olarak hesaplarını netleştirirler. Kim alacaklı ise diğeri ödeme yapar.

İhalelere katılım için TCMB'ye başvurmak yeterlidir. İç borçlanma ihaleleri tüm gerçek ve tüzel kişilere açıktır. Bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları ve bireysel yatırımcılar tekliflerini Merkez Bankası'na yaparlar. Katılımcılar ihale günü saat 12:00'ye kadar, minimum 100 TL (dövizli ihalelerde 10.000 birim döviz) ve katları şeklinde TCMB'ye iletirler.

İhraç sürecinde T.C. Merkez Bankası'nın alt yapısı kullanılır. Teklif verme ve hesap netleşmesi işlemleri TCMB'deki Elektronik Fon Transfer (EFT) ve Elektronik Menkul Kıymet Transfer (EMKT) sistemleri kullanılır. Piyasa yapımcılar ve kamu kurumları, ihale günü saat 11.30'a kadar Rekabetçi Olmayan Teklif (ROT) verebilirler. Teklifin anlamı, o gün yapılacak ihalede oluşacak ortalama fiyattan ne kadar DİBS alacağını ilan edilmesidir. Diğer bir deyimle, ROT

---

<sup>6</sup> Bu tanım da 11. Bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

teklifi verenler, eğer çoklu fiyat ihale yönetim uygulanıyorsa, onların ortalama fiyatı kabul ettikleri anlamına gelir.

İhaleye katılanlar (Piyasa Yapıcılar hariç) teklif ettikleri miktarın %1'ini, ihaleden önce teminat olarak yatırmak zorundadırlar. Valör günü DİBS almaya hak kazandığı halde yükümlülüğünü yerine getirmeyen katılımcıların teminatlarına Hazine tarafından el konmaktadır. Ayrıca, daha önce cezalandırılan katılımcılar sonraki ihalelere teklif vermek istediklerinde %1 yerine %20 teminat yatırmak zorundadır. %20 teminat yatırdığı halde aynı davranışı tekrarlayan katılımcılar %100 teminat yatırmakla cezalandırılmaktadır. Dövizli ihalelerde teminat TL olarak yatırılmaktadır. Bu süreçte kullanılacak döviz kuru ihaleden önce TCMB tarafından açıklanmaktadır

TCMB gelen teklifleri düşük fiyattan düşük fiyata (düşük faizden yüksek faize) göre sıralayarak Hazine'ye gönderir. Ayrıca her fiyat seviyesinde elde edilecek hasılat, satılacak nominal tutar, ortalama, basit ve bileşik faiz oranları listede yer alır. (Karataş, 2020) **Aşağıdaki tabloda** orijinal bir üç aylık iskontolu ihale örneği yer almaktadır. Görüldüğü üzere, ilke olarak banka isimleri kodlanmış olarak tabloda yer alır. Bundan amaç ihale kararı verilirken banka adının etken olmasını engellemektir. Banka isimleri, ihale işlemi bittikten sonra, ihale günü akşam saatlerinde Hazine'ye bildirilir. (Eğer bunun aksi bir işlem yapılıyorsa, o zaman ihale kararı alanların kararlarında ne kadar bağımsız oldukları sorgulanabilir hale gelecektir.)

#### f) İhale Değerlendirme Yöntemleri

İki tür değerlendirme yöntemi vardır.

Çoklu Fiyat İhalesi yönteminde, ihale katılımcıları ihaleyi kazanmaları halinde kendi teklif ettikleri fiyat üzerinden ihaleden DİBS almaya hak kazanmaktadırlar. Çoklu fiyat yönteminde ihaleyi kazanan yatırımcıların her biri farklı fiyattan borçlanma senedi satın almış olmaktadır. Aşağıdaki örnekte, birim fiyatlardaki farklılık ihale sonrasında da geçerlidir. İhalede çekilen çizginin üstünde kalan teklifler ihaleyi, teklif verdikleri fiyatlardan DİBS alırlar.

Tek Fiyat İhalesi yönetiminde ise ihale katılımcıları ihaleyi kazanmaları halinde DİBS'leri kendi teklif ettikleri fiyat üzerinden değil Hazinesinin belirlediği fiyat (ihaleyi kazanan fiyat tekliflerinin en düşüğü) üzerinden almaya hak kazanmaktadırlar. Tek fiyat yöntemiyle değerlendirilen bir ihaleden almaya hak kazanan katılımcıların hepsi aynı getiriyi elde edeceklerdir. Yukarıdaki örnekte eğer tek fiyat ihalesi yöntemi uygulansaydı, fiyat baştan belirleneceği için teklif verenler sadece miktar olarak beyanda bulunacaklardı.

Öte yandan 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) %30'si kadardır. 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.

Hazine bir ihalede iki bakış açısıyla karar verebilir. Eğer nakit sıkıntısı yoksa TCMB'deki hesaplarında birikmiş TL ve döviz varsa, önceliği faize verecektir. Olması gereken de önceliğin faizlere verilmesidir. Çünkü yüksek reel faizin ekonomide yarattığı etki bilinir. Buna karşılık, Hazinesinin nakit baskısı altında olduğu dönemlerde öncelik, faize değil elde edilecek toplam nakit miktarına verilmektedir. İhalenin nereden kesileceğine karar verirken öncelik nakit toplamında olursa, faizin nerede olduğu önemini kaybedecektir.

Aşağıdaki örnek nakit sıkışıklığının olduğu döneme ait olduğundan önceliğin faizlere değil nakit miktarına verildiği görülüyor. İhalede kararın verileceği yeri belirleyen çizgi çekilirken, yıllık bileşik ortalama faiz değil, toplam 66 milyon 24 bin TL’lik nakit miktarının öne çıktığı anlaşılıyor. Eğer faiz öne çıksaydı, yüzde 39,15’lik bileşik faizin en üst veya en altından çizgi çekilebilirdi. O zaman ihaleden elde edilen kümülatif nakit miktarı ya 65 milyon 103 milyar TL olacaktı ya da 66 milyon 438 milyar TL olacaktı.

**Tablo IV.6: İÇ Borçlanma İhalesi Teklifleri**

İHALE TEKLİFLERİ											
TEKLİF VEREN	TEKLİF MİKTARI	BİRİM FİYAT	NAKİT	FAİZ	YILLIK FAİZ	BİLEŞİK FAİZ	KÜMÜLATİF TOPLAM	İHALE KÜMÜLATİF HASILAT	ORTALAMA FAİZ	YILLIK ORTALAMA	BİLEŞİK FAİZ ORTALAMA
A	1.000.000	92.246	922.460	8,41%	33,62%	38,11%	1.000.000	922.460	8,41%	33,62%	38,11%
A	1.000.000	92.163	921.630	8,50%	34,01%	38,60%	2.000.000	1.844.090	8,45%	33,82%	38,35%
B	5.000.000	92.144	4.607.200	8,53%	34,10%	38,72%	7.000.000	6.451.290	8,51%	34,02%	38,61%
C	1.000.000	92.105	921.050	8,57%	34,29%	38,95%	8.000.000	7.372.340	8,51%	34,06%	38,66%
C	450.000	92.102	414.459	8,58%	34,30%	38,97%	8.450.000	7.786.799	8,52%	34,07%	38,67%
D	10.000.000	92.102	9.210.200	8,58%	34,30%	38,97%	18.450.000	16.996.999	8,55%	34,19%	38,83%
C	1.250.000	92.097	1.151.212	8,58%	34,33%	39,00%	19.700.000	18.148.212	8,55%	34,20%	38,84%
D	2.000.000	92.097	1.841.940	8,58%	34,33%	39,00%	21.700.000	19.990.152	8,55%	34,21%	38,86%
D	1.500.000	92.088	1.381.320	8,59%	34,37%	39,06%	23.200.000	21.371.472	8,56%	34,22%	38,87%
D	2.000.000	92.081	1.841.620	8,60%	34,40%	39,10%	25.200.000	23.213.092	8,56%	34,24%	38,89%
E	1.000.000	92.081	920.810	8,60%	34,40%	39,10%	26.200.000	24.133.902	8,56%	34,25%	38,90%
F	6.000.000	92.064	5.523.840	8,62%	34,48%	39,20%	32.200.000	29.657.742	8,57%	34,29%	38,95%
G	50.000	92.059	46.029	8,63%	34,50%	39,23%	32.250.000	29.703.771	8,57%	34,29%	38,95%
G	109.000	92.059	100.344	8,63%	34,50%	39,23%	32.359.000	29.804.115	8,57%	34,29%	38,96%
F	1.850.000	92.059	1.703.091	8,63%	34,50%	39,23%	34.209.000	31.507.207	8,58%	34,30%	38,97%
F	1.000.000	92.056	920.560	8,63%	34,52%	39,25%	35.209.000	32.427.767	8,58%	34,31%	38,98%
H	20.000.000	92.049	18.409.800	8,64%	34,55%	39,29%	55.209.000	50.837.567	8,60%	34,39%	39,09%
H	500.000	92.039	460.195	8,65%	34,60%	39,35%	55.709.000	51.297.762	8,60%	34,40%	39,09%
B	15.000.000	92.039	13.805.850	8,65%	34,60%	39,35%	70.709.000	65.103.612	8,61%	34,44%	39,15%
C	1.000.000	92.039	920.390	8,65%	34,60%	39,35%	71.709.000	66.024.002	8,61%	34,44%	39,15%
H	200.000	92.032	184.064	8,66%	34,63%	39,39%	71.909.000	66.208.066	8,61%	34,44%	39,15%
H	250.000	92.030	230.075	8,66%	34,64%	39,41%	72.159.000	66.438.141	8,61%	34,44%	39,15%
B	10.867.000	92.027	10.000.574	8,66%	34,66%	39,42%	83.026.000	76.438.715	8,62%	34,47%	39,19%
B	1.500.000	92.022	1.380.330	8,67%	34,68%	39,45%	84.526.000	77.819.045	8,62%	34,47%	39,19%
A	6.000.000	92.022	5.521.320	8,67%	34,68%	39,45%	90.526.000	83.340.365	8,62%	34,49%	39,21%
B	5.000.000	92.017	4.600.850	8,68%	34,70%	39,49%	95.526.000	87.941.215	8,62%	34,50%	39,22%
B	750.000	92.017	690.127	8,68%	34,70%	39,49%	96.276.000	88.631.342	8,63%	34,50%	39,23%

Bu örnekte ihaleye çoklu fiyat yöntemi uygulandığı için, her banka farklı teklif verdiği için farklı fiyattan DİBS alacaktır. Örneğin C bankası, 92,105; 92,102; 92,097;92,039 gibi dört farklı fiyatlardan toplam 3,7 milyon liralık DİBS alacaktır.

### g) İhale Sonrası Değişim İşlemleri

İhale bittikten sonra Piyasa Yapıcı olan bankalara ek bir hak tanınır. Piyasa yapımcılar rekabetçi olmayan teklif (ROT) ve ihale yollarıyla kazandığı net tutarın toplamının %5’ine kadar ilave DİBS’lerini ihale sistemine göre ortalama veya ihalede kabul edilen fiyattan alım yapabilirler. Yanı sıra piyasa yapımcılar ellerinde bulundurdukları, ihalede satılan DİBS’ten daha kısa vadeli, tanım ve fiyatı Hazinece belirlenen DİBS’leri Hazine’ye değişim amacıyla iade edebilir. Piyasa Yapıcı bankalara, Hazine’nin belirleyeceği senetler için ilave bir %5’lik değişim imkânı da tanınmıştır.

Değişim ihaleleri, birçok ülkede, borç ve risk yönetiminde etkinliğin artırılması amacıyla aktif olarak kullanılan bir yöntemdir. Borç yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik olarak senetlerin likiditesinin artırılması, borç geri ödeme profilinin düzenlenmesi ve borç çevirme riskinin azaltılması amacıyla gerçekleştirilir.

#### **h) “TAP” sistemiyle ihraç yönetimi**

İlk defa Ekim 1988’de kullanılan “Tap” yöntemi son yıllarda hiç kullanılmamaktadır. Bu sistemde Hazine, ihraç edeceği senedin türü, vade ve faiz yapısını önceden belirler ve ilan eder. Bu yöntemle yapılan ihraç süresi, bir gün olabileceği gibi, senetler daha uzun süre ile satışta kalabilir. Senetlerin birden fazla gün satışta kalması durumunda, ilan edilen faiz oranı üzerinden her gün için fiyat belirlenip bu fiyatlar üzerinden satış gerçekleştirilir. Yatırımcıların satış süresince istedikleri zaman satın alabilecekleri senetleri Merkez Bankasına depolanmaktadır. Yatırımcılar Merkez Bankasından alana kadar bu tahvillerin mülkiyeti Hazine’ye aittir. Merkez Bankası “TAP” satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevi görmektedir. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi gereği TAP satışlarından sadece Piyasa Yapıcı bankalar yararlanabilmektedir.

#### **i) Doğrudan Satış Yöntemi**

Hazine doğrudan DİBS ihraç etmeye ilk olarak 1996 yılında başlamıştır. Bu senetlerin en belirgin özelliği, başlangıçta kime ve ne kadar satılacağı belli olmasıdır. Hazine kamu kurumları, bankalar ile diğer finansal kuruluşlara doğrudan ihraç yöntemi ile DİBS ihraç edebilmektedir. Kamu kurumları, bankalar ya da diğer finansal kuruluşlar senet taleplerini Hazine’ye iletmektedir. Söz konusu talep Hazine tarafından değerlendirilmekte ve piyasa koşulları çerçevesinde senedin faizi belirlenerek karşı tarafla da mutabakat sağlanarak senet ihracı gerçekleştirilmektedir. Daha önce ihraç edilmiş olan bir senet için de doğrudan satış söz konusu olabilir. Senedin ihraç fiyatının üzerine işlemiş faizi konularak hesaplanan fiyat üzerinden ihraç gerçekleştirilir.

#### **j) Halka arz yöntemi**

Bu eski bir yöntemdir. Özellikle 1994 Krizi sırasında öne çıkmıştır. İlk örneği Ağustos 1992’de görülmüştür. O yıllarda 3 ay ve 6 ay vadeli Hazine Bonoları ve 1 yıl vadeli Devlet Tahvilleri kamu bankaları, özel bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile halka doğrudan DİBS satışına başlanmıştır. Bu yöntemle hem piyasaya yeni bir enstrüman sunulmakta hem de alıcı tabanını genişleterek küçük yatırımcılara da fırsat verilmektedir. Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi gereği halka arz yoluyla satışlara sadece Piyasa Yapıcı bankalar aracılık edebilmektedir.

#### **k) İkinci Piyasa**

Etkin ve verimli çalışan bir İkinci Piyasa, uzun vadeli menkul kıymetler için olmazsa olmazlardandır. Bir yatırım aracına para yatırıp yıllarca geri dönüşünü beklemek, belki sadece bireysel emeklilik fonları için mümkün olabilir. Bankalar ve diğer yatırımcılar genellikle DİBS’lerin alım-satımından elde ettikleri gelirlere önem verirler. Dolayısıyla, piyasaların vadesi kısadır, miyopturlar. Piyasalara yönelik olarak yorum yapanlar bu nedenle çoğunlukla borçlanma tahvilleri dâhil, menkul kıymetlerin neden alınıp satılması gerektiği hakkında yorum yapmaya çalışırlar. Likit bir piyasa, menkul kıymetin değerinden çok şey kaybetmeden ve olabildiğince elden çıkarılabildiği, paraya çevrilebildiği piyasalardır.

Hazine tarafından ihraç edilen DİBS’ler ile kira sertifikaları organize bir piyasa olan Borsa İstanbul bünyesindeki Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım pazarında ikincil piyasada işlem görmektedir. Bu piyasada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Borsa üyeleri ve Sermaye Piyasası Kurumundan izin almak koşuluyla bankalar işlem yapabilmektedirler.

Kesin Alım-Satım pazarında Türk Lirası ve döviz ödemeli ihraç edilmiş; borçlanma araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları, kira sertifikaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ile Borsa Yönetim Kurulu tarafından işlem görmesine karar verilen diğer sermaye piyasası araçları işlem görmektedir.

Takasbank, Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem gören TL cinsi tüm Devlet İç Borçlanma Senetlerinde Merkezi Karşı Taraf hizmeti vermektedir. Kesin Alım-Satım pazarının işleyişine ilişkin kurallar ve prosedürler Borsa İstanbul tarafından belirlenmektedir. (Karataş, 2020)

### 1) Piyasa Yapıcılığı Sistemi

1980'lerin ortasında kurulan iç borçlanma piyasasına yeni kurum ve kuralların çoğunluğu 2001 Krizi sonrasında gelmiştir. Bunlardan birisi de Piyasa Yapıcılığı sistemidir. Sistemin temel amacı etkin bir borç yönetimini sağlamaktır. Gerek ihalelerde (1. Piyasa) gerek BIST tahvil bono piyasasında (2. Piyasa) uzmanlaşmış kurumlarla çalışma isteği oldukça anlaşılabilir bir durumdur. Kamu borç otoritesi böylelikle, bir yandan hazine ihalelerinde belli oranlarda borcu çevirme (Rollover) garantisi elde etmeyi diğer yandan ikincil piyasalarda likiditeyi artırmayı amaçlanmaktadır.

Piyasa Yapıcılığı Hazine ile sisteme üye olmak isteyen bankalar arasında imzalanan bir sözleşmedir. Her sözleşmede olduğu gibi burada da tarafların karşılıklı taahhütleri ve menfaatleri vardır.

Bunlar şöyle özetlenebilir.

**Tablo IV.8: 2024 Yılında Piyasa Yapıcı Bankalara Hazine Tarafından Sağlanan Hak ve Yükümlülükler**

Haklar	Yükümlülükler
1. Piyasa yapıcı Banka "Türk DİBS Piyasa Yapıcısı" unvanını kullanabilir	1. Birinci grup piyasa yapıcı bankalar üç aylık dönem için olarak ihraç edilen tutarın en az yüzde 6,5'ğini birincil piyasadan almakla yükümlüdür. Bu oran, ikinci grup piyasa yapıcılar yüzde 5, üçüncü grup bankalar yüzde 3, dördüncü grup bankalar için yüzde 2'dir.
2. Piyasa yapıcı bankalar ihaleye teminatsız katılım sağlamaktadır	2. Birinci grup piyasa yapıcı bankalar her ay ihraç edilen tutarın en az yüzde 3,25'ini birincil piyasadan almakla yükümlüdür. Bu oran, ikinci grup piyasa yapıcılar yüzde 2,5, üçüncü grup bankalar yüzde 2,5, dördüncü grup bankalar için yüzde 1,5'dur.
3. Piyasa yapıcı bankalar ihalelerde rekabetçi olmayan teklif verebilir	3. Piyasa yapıcı banka ikincil piyasada likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu amaçla Hazine tarafından belirlenen tüm ölçüt senetler için asgari 1 ay süreyle alım-satım kotasyonu verir
4. Piyasa yapıcı bankalar ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 14:00'e kadar ihale sonrası teklif verebilir.	4. Piyasa yapıcı banka, Hazinenin genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında

Bankalar ihalede oluşan ortalama fiyatın üstünde kalan net teklifleri toplamının yüzde 40'ı kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış imanına sahiptir	talep edeceği araştırma, rapor, anket, mali veriler ve benzeri bilgileri Hazineye iletir
5. Para piyasası nakit işlemleri sadece Piyasa yapıcı bankalar ile gerçekleştirilebilir	5. Piyasa yapıcı birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde diğer piyasa yapımcılar veya katılımcılarla anlaşamaz ve ortak hareket edemez
6. "TAP" satışlarına sadece piyasa yapıcı bankalar katılabilir	
7. Halka arz yoluyla yapılacak ihraçlara sadece piyasa yapıcı bankalar aracılık edebilir	
8. Geri alım ve değişim ihalelerine sadece piyasa yapıcı bankalar katılabilir	
9. Piyasa yapıcı bankalar Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilci ile katılım sağlayabilirler	
10. Piyasa yapıcı bankalar TCMB bünyesinde kurulan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasasında DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilirler	

Yükümlülüklerde geçen banka gruplarını Hazine her yıl belirlemektedir. 2024 yılı Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi'ne göre hak ve yükümlülükler değerlendirilirken piyasa yapıcı bankaların 2023 yılı Haziran ayı itibarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu'na bildirdiği konsolide olmayan bilançoları esas alınarak 2024 yılında geçerli olmak üzere söz konusu bankalar 4 gruba ayrılmaktadır.

1. Birinci grup bankalar, aktif büyüklükleri 1.75 trilyon TL'nin üzerindeki bankaları,
2. İkinci grup bankalar, aktif büyüklükleri 1 trilyon TL ve 1.75 trilyon TL arasındaki bankaları,
3. Üçüncü grup bankalar, aktif büyüklükleri 500 milyar TL ve 1 trilyon TL arasındaki bankaları,
4. Dördüncü grup bankalar ise aktif büyüklükleri 500 milyar TL'nin altındaki bankaları ifade etmektedir.

Yükümlülüklerin bazılarının üzerinde kısaca durmakta yarar var.

Üzerinde en çok konuşulan konuların başında Rekabetçi Olmayan Teklif (ROT) gelmektedir. ROT bir yerde, "çoklu fiyat" uygulanan ihaleden "tek fiyat" üzerinden DİBS almak anlamına gelir. Yatırımcılar, Piyasa Yapıcılar ile İşsizlik Fonu gibi kurumsal yatırımcılara Hazine böyle bir ayrıcalık tanımaktadır. İhaleye teklif verme sürecinde saat 11:30'a kadar ROT verebilen piyasa yapımcılar, ihalede oluşacak ortalama fiyattan ne kadar kâğıt alacaklarını deklere etmektedirler. Böylelikle yatırımcılar senet almayı, Hazine ise ihale sonuçlanmadan önce belli olan miktarda DİBS satmayı garantilemektedir. Hazine böylelikle ihale kararını verirken nakit/miktar baskısını hafifletmektedir.

2019 yılı başında ROT sisteminde bir değişikliğe gidilmiştir. Yapılan değişiklik teklif verenlerin daha adil dağılımla DİBS alabilmelerini sağlamak amacıyla yöneliktir. Önceki

sistemde ihale teklif miktarlarına göre oranlı (prorata) dağıtılırken, yenisinde üç adımlı bir dağıtım sistemi getirilmiştir. Aşağıdaki tabloda özetlenen sistemde ROT tekliflerinin banka bazında dağılımı sayısal bir örnek ile gösterilmiştir. Tabloya göre hazine ihalesine bankalarca gelen ROT teklif tutarı 2 milyar TL'dir. Ancak hazine bu ihaleden piyasa yapıcı bankaların vermiş olduğu 2 milyar TL'lik teklifin 1,2 milyar TL'sini karşılamayı planlamaktadır<sup>7</sup>. Bu 1,2 milyar TL'nin bankalar bazında dağılımını hesaplamak için öncelikle 1,2 milyar TL teklif gönderen banka sayısına (12 banka) bölünerek ortalama 100 milyon TL olarak bulunmaktadır. Bundan sonra hesaplamanın birinci adımında, vermiş oldukları teklif ortalamaya eşit veya altında olan bankaların tekliflerinin tamamı karşılanmaktadır. Bu kapsamda 1., 2., 3., 4., 6. ve 9. Bankanın vermiş oldukları tekliflerin tamamı, toplamda ise 380 milyon TL karşılanmaktadır. İkinci adımda ise verdikleri teklifler ortalama teklif olan 100 milyon TL'nin üstünde olan bankaların ise ortalama kadar olan teklifleri yani 100 milyon TL'leri karşılanmaktadır. Bu çerçevede verdikleri teklifler ortalamanın üstünde olan 5 bankaya ortalama olan 100 milyon TL satış yapılarak toplamda 500 milyon TL'lik satış yapılmaktadır. Böylece ilk adımda 380 ikinci adımda 500 milyon TL satış yapılmış olmakta, Hazine'nin hedeflediği toplam satış tutarı olan 1,2 milyar TL'ye ulaşılması için 320 milyon TL kalmaktadır. Bu 320 milyon TL'nin bankalar arasındaki dağılımını belirlemek için ise öncelikle bankaların birinci ve ikinci adımdan sonra karşılanmayan tutarlar hesaplanmaktadır. Verdikleri teklifler ortalamanın altında veya ortalamaya eşit olan bankaların tüm teklifleri birinci ve ikinci adımda karşılandığı için bu bankalara artık ilave bir satış yapılmamakta dolayısıyla verdikleri teklifler ortalamanın üzerinde olan ancak ortalama kadar alan bankaların ne kadarlık tekliflerinin karşılanmadığı hesaplanmaktadır. Örnek vermek gerekirse beşinci Bankanın toplam teklifi 260 milyon TL iken 100 milyon TL'lik kısmı karşılandığı için karşılanmayan tutar 160 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Tüm bankalar toplamında ise 1,12 milyar TL'lik karşılanmayan teklifinin olduğu hesaplanmaktadır. Ancak hazine bu 1,12 milyarlık teklifin 320 milyon TL'sini karşılayacağı için tüm bankaların teklifleri bu oran ( $320/1120$ ) kullanılarak hesaplanmaktadır. Örneğin beşinci bankanın 160 milyonluk teklifinin  $160 \times 320 / (1120) = 46$  milyon TL'lik kısmı karşılanmaktadır. Böylece tüm bankaların vermiş oldukları ROT tekliflerinin nihai aşaması tamamlanarak her bir bankanın ne kadarlık alım yapacağı belirlenmiş olmaktadır. (Karataş, 2020)

---

<sup>7</sup> Eski yöntemde Hazine 2 milyarlık teklifin 1,2 milyar TL'sini karşılayacağı için her bir bankanın alacağı tutarı bankanın vermiş olduğu tutarı 1,2/2 oranını kullanarak belirlemektedir.

**Tablo IV.9: Rekabetçi Olmayan Tekliflerin (ROT) Karar Mekanizması**

Yatırımcı	ROT Teklifi	Önerilen Yeni Dağılım				Yeni Uygulama	
		Birinci Adım	İkinci Adım	Kalan	Üçüncü Adım	Satış	Oransal Dağıtım
1. Banka	35	35	-	-	-	35	3%
2. Banka	10	10	-	-	-	10	1%
3. Banka	60	60	-	-	-	60	5%
4. Banka	70	70	-	-	-	70	6%
5. Banka	260	-	100	160	46	146	12%
6. Banka	15	15	-	-	-	15	1%
7. Banka	120	-	100	20	6	106	9%
8. Banka	160	-	100	60	17	117	10%
9. Banka	100	100	-	-	-	100	8%
10. Banka	900	-	100	800	229	329	27%
11.. Banka	180	-	100	80	23	123	10%
12. Banka	90	90	-	-	-	90	8%
<b>Toplam</b>	<b>2.000</b>	<b>380</b>	<b>500</b>	<b>1.120</b>	<b>320</b>	<b>1.200</b>	<b>100,000%</b>
Satılmasına karar verilen ROT Tutarı	1.200			<b>Kalan</b>	<b>320</b>		
Katılımcı Sayısı	12						
Ortalama	100						

Üzerinde durulması gereken diğer bir konu, piyasa yapıcılarının üç aylık alım taahhüdü ile ikinci piyasada işlem yapma yükümlülükleri olmasıdır. Hazine her yıl yenilediği piyasa yapıcılığı sözleşmesi (Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi, 2020) ile bankalara aylık ve üç aylık ihale döneminde belli bir miktar DİBS satın alma zorunluluğu getirmektedir. Böylelikle satışın bir bölümü garanti altına alınmaktadır. Piyasa yapıcılar her üç aylık dönem için asgari olarak Hazine tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS'lerin net tutarının 0,6 ile çarpılması ve piyasa yapıcı sayısına bölünmesi ile bulunan tutar kadar DİBS almak zorundadırlar. Örneğin net1.000 TL'lik DİBS ihraç edilecekse bu miktar  $1.000 \times 0,6 = 600$  TL olacaktır. Eğer 12 piyasa yapıcı banka varsa her Piyasa Yapıcı üç ayda en az  $600/12 = 50$  TL'lik DİBS almak zorundadır. Aynı koşul aylık asgari olarak Hazine 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.

Benzeri yükümlükler ikinci piyasa için de geçerlidir. Piyasa yapıcılar orada da alım/satım kotasyonu vermek, işlem yapmak zorundadırlar. Böylelikle bu piyasadaki likidite sağlanmaya çalışılır. (Karataş, 2020)