Business and Economics Research Journal
Volume 3 Number 1 2012
pp. 59-90
ISSN: 1309-2448
www.berjournal.com

Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri

Yener Coşkun[a]

Özet: *Repo ve ters repo işlemleri teminata dayalı borçlanma yoluyla finansal aracılara/yatırımcılara kısa vadeli nakit/kıymet yönetimi olanağı sunmaktadır. İMKB'deki işlemlerin ağırlıklı bölümünün repo piyasalarında gerçekleştiği dikkate alındığında, reponun sermaye piyasalarımızdaki en önemli finansal araç olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca ülkemizde yaşanan Banker Krizi (1982) ve 1994 bankacılık krizi ile küresel finansal krizin repo işlemleri ile ilgili boyutları, repo piyasalarının sistemik risk/finansal kriz yönetimi bağlamında da önem taşıdığını göstermektedir. İnceleme yöntemi olarak literatür taraması, veri ve örnek olay analizlerine yer verilen ve 1980 sonrasının ilk liberal uygulamalarına ışık tutmayı da amaçlayan derleme niteliğindeki çalışmamızda; ülkemizdeki repo piyasasında gözlenen eksiklere/sorunlara piyasa koşulları ve finansal başarısızlık dersleri ışığında çözüm üretilmesi amaçlanmıştır. İncelememiz sonucunda ilk olarak repo işlemlerine ilişkin düzenleme ve denetleme çerçevesinin ilgili kurumların işbirliğinde yeniden tasarlanmasının gerekli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İkinci olarak repo konusu olabilecek menkul kıymetlerin hisse senedi/ varant/ eurobond/ teminat mektubu gibi araçları da kapsayacak biçimde genişletilebileceği ve son olarak da özellikle tezgâh üstü repo işlemlerinin risk yönetimi açısından düzenlenmesi gerekebileceği sonuçlarına ulaşılmıştır.*

Anahtar Sözcükler: Repo ve Ters Repo, 1982 Banker Krizi, Tezgâh Üstü Piyasa İşlemleri, Hisse Senedi Reposu, Teminat Yönetimi

JEL Sınıflandırması: G24, G28, N24

Repo and Reverse Repo Regulations in Turkey: Emergence of Regulations After 1982 Banking Crisis and Policy Suggestions in the Light of Financial Failure Lessons

Abstract: *Repo transactions provide cash/securities management opportunities for financial intermediaries and investors. Repos are the most important financial instrument in Istanbul Stock Exchange in terms of transaction volume. Banker Crisis (1982) and Banking Crisis (1994), occured in Turkey, and also global financial crisis have showed that repo markets are of great importance in terms of systemic risk/ financial crisis management. Methodology of the study is based on literature review, data and case study analysis. In this paper, we aim to define inefficiencies of Turkish repo markets to develop policy suggestions in the light of early liberal era experience of Turkey and also financial failure lessons. In this context, we conclude three suggestions for policy makers. First, regulatory/supervisory structure of repo transactions should be cooperatively re-designed by the relevant governmental authorities. Second, acceptable repo collateral list may involve new collateral categories such as equities, eurobond, letter of guaranty and warrants. And finally, OTC repo transactions should regulate from the perspective of risk management.*

Keywords: Repo and Reverse Repo, 1982 Banking Crisis, OTC Transactions, Equity Repo, Collateral Management

JEL Classification: G24, G28, N24

[a] Senior Specialist, Capital Markets Board of Turkey, Intermediary Activities Dept.; PhD Candidate, Ankara University, The Graduate School of Natural and Applied Sciences, Real Estate Development Department, Ankara, Turkiye, ycoskun@spk.gov.tr

1. Giriş

Finansal kurumların ve yatırımcıların kısa vadeli nakit/kıymet yönetiminde repo ve ters repo işlemleri önemli bir yere sahiptir. Bununla birlikte repo-ters repo işlemlerinin ülkemiz finans yazınında yeterince inceleme konusu edilmediği görülmektedir. Küresel kriz sürecinde de görüldüğü üzere repo işlemlerinin vadeli/türev/açığa satış işlemleriyle ilişkili hale gelebilmesi ve kaldıraçlı işlem boyutlarının bulunması; işlemlerin karmaşıklık derecesini ve sistemik risk yönetimi açısından önemini daha da artmaktadır.

Repo ve ters repo işlemleri, küresel finansal piyasaların yanı sıra, ülkemiz finansal piyasaları açısından da önemli bir işleve sahiptir. Borsada gerçekleştirilen repo ve ters repo işlemlerinin toplam işlem hacmi içindeki payına bakıldığında, İMKB'nin esas itibarı ile repo-ters repo işlemlerinin baskın olduğu bir tahvil ve bono piyasası olarak değerlendirilmesi mümkündür. Repo ve ters repo işlemleri güncel borsa işlemleri bağlamında önemli olmasının ötesinde, ülkemiz sermaye piyasalarının tarihsel gelişimi bağlamında da önem taşımaktadır. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatının ve İMKB'nin hayata geçirilmesinde rol oynayan başlıca etkenin teminatlı borçlanma ve bu kapsamda terminolojideki ifadesiyle repo-ters repo işlemleri olduğunu belirtmek gereklidir.

1980 sonrasının ilk liberal uygulamalarına ışık tutmayı da amaçlayan derleme niteliğindeki çalışmamızda; ülkemiz finansal piyasalarında gerçekleştirilen repo ve ters repo işlemlerinin ortaya çıkışı 1982 Banker Krizi ekseninde incelenmektedir. Söz konusu işlemlerin uygulama/mevzuat açısından riskli/eksik yanlarının bulunup bulunmadığı ise düzenlemelerin/ uygulamanın güncel durumu bağlamında analiz edilmektedir. Bu kapsamda çalışmamızda;repo-ters repo işlemlerinin mahiyeti, sermaye piyasası mevzuatında repo-ters repo işlemlerinin düzenlenmesine Banker Krizi bağlamında neden olan koşullar, düzenleme sistematiğinin kaynakları, düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasında repo-ters repo işlemine ilişkin olası sorumluluk çatışmaları, finansal başarısızlıklar ve küresel kriz tecrübeleri ışığında repo-ters repo işlemleri inceleme konusu edilmektedir. Ülkemizdeki borsa ve repo piyasalarının gelişme süreci ile birlikte repo piyasasının güncel sorunlarına da ışık tutan incelemelerimiz çerçevesinde çeşitli politika önerileri ortaya konulmuştur.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde repo ve ters repo işlemlerinin temel yönleri incelenmektedir. İkinci bölümde 1982 Banker Krizi ve repo işlemlerinin ülkemizdeki düzenlenme süreci analiz edilmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; düzenleyici kurumlar arasındaki sorumluluk yapısının yeniden tasarlanması, repoya konu olabilecek menkul kıymetlerin kapsamının genişletilmesi ve tezgâh üstü işlemler bağlamında repo işlemlerindeki güncel sorunlara yönelik çözüm önerilerimiz tartışma konusu edilmiştir.

2. Repo ve Ters Repo İşlemleri

2.1. Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri

Repo ve ters repo nakit ve kıymetin belli bir vade ve diğer işlem koşulları altında takas edilmesine dayalı ve işlemin taraflarına nakit/kıymet yönetimi fırsatları sunan bir finansal işlemdir. Repo işleminin niteliklerini, repoyla benzer nitelikleri bulunan, menkul kıymet ödüncü işlemi ile karşılaştırmalı olarak açıklamak mümkündür.

TABLO 1: Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemlerinin Karşılaştırılması

	Repo	Menkul Kıymet Ödüncü
Temel amaç	Nakit ödünç alınması/verilmesi gereksinimi	Menkul kıymet ödünç alınması/verilmesi gereksinimi
İşlemin tarafları	Alıcı ve satıcı	Ödünç alan ve veren
Vade	Gecelik; Vadeli "Tarafların anlaşma çerçevesinde (24-48 saat öncesinde bildirim yapılarak) işlemden ayrılma ve/veya kıymet ikamesi yapabilme hakları bulunmaktadır."	Gecelik; Vadeli "İşlemin vadesi içinde ödünç veren tarafın menkul kıymeti geri çağırma hakkı vardır."
Değişimin Biçimi	Menkul kıymet ödüncü karşılığında nakit verilmesi	Menkul kıymet veya nakit teminatı karşılığında menkul kıymet verilmesi
Varlık türü	-Temelde kamu kâğıtları -Hisse senedi repo piyasası da gelişmektedir.	-Temelde hisse senetleri -Kamu kâğıtları
Getiriler	Ayrı bir repo oranı olarak kote edilen satış fiyatı ve geri alım fiyatı arasındaki fark	-Menkul kıymet ödüncüne ilişkin ücret -Nakit teminata uygulanan faiz oranı
Dayanak varlığın kupon/temettü ödemeleri	Kupon/temettü ödemesi alıcı tarafından derhal menkul kıymetin satıcısına aktarılır	Ödünç alan tarafından işlemi yapılan kupon/temettü ödemesi ödünç verene aktarılır
Uluslararası piyasalarda kullanılan temel yasal belge	GMRA (Global Master Repurchase Agreement) standart sözleşmesi	GMSLA (Global Master Securities Lending Agreement) standart sözleşmesi

Kaynak: Caceis Investor Services (2010: s. 16).

Menkul kıymet ödünç işlemleri sermaye piyasası ikincil piyasalarında menkul kıymetlere likidite kazandırmaktadır. Finansal aracıların nakit ve menkul kıymet fazlasını / gereksinimini organize veya tezgah üstü piyasalar yardımıyla yönetebilmesine olanak sağlamaktadır. Yukarıda yer alan tablodan da anlaşılacağı üzere repo ve menkul kıymet ödüncü işlemlerinin her ikisi de teminata dayalı ödünç işlemi niteliğindedir. Repo işlemi temelde nakit ve menkul kıymet ödüncü işlemi ise menkul kıymete erişimi sağlamaktadır.[1] Bununla birlikte işlemin karşı tarafı için repo işlemi aynı zamanda dayanak varlığa (menkul kıymete) erişimi de sağlamaktadır.

Menkul kıymet edinimi amaçlı menkul kıymet ödüncü işlemlerinin (securities-driven securities lending transactions) altındaki amaç; repo veya menkul kıymet ödüncü işlemine dayalı olarak belli bir menkul kıymetin ödünç alınması/verilmesidir. Söz konusu ödünç işleminde, belli menkul kıymetlere geçici olarak sahip olunması düşüncesi bulunmaktadır. Nakit temini amaçlı menkul kıymet ödüncü işlemlerinin (cash-driven securities lending transactions) altındaki amaç ise; repo veya menkul kıymet ödüncü işlemine dayalı olarak belli bir nakdin ödünç alınması/verilmesidir. Söz konusu işlem türünde nakit ödünç veren taraf belli menkul kıymetlerin teminat olarak verilmesi yerine, genel teminatlandırmanın yapılmasını yeterli görmektedir. Bu kapsamda hazine bonolarının genel teminat olarak kullanıldığı işlem çerçevesinde piyasa katılımcıları portföylerini; bankalararası piyasada oluşan kısa vadeli teminatsız borçlanma oranının altında kalan bir faiz oranı üzerinden finanse edebilmektedir (IOSCO, 1999: s. 5, 63, 67).

Menkul kıymet ödünç piyasası faaliyetlerinin, özellikle temerrüt ve açığa satış işlemleri kapsamında, piyasanın işleyişini bozmaması veya piyasanın ticari ününe zarar vermemesi gereklidir (Bank of England, s. 2009: 5).

2.2. Repo ve Ters Repo İşlemlerinin Nitelikleri

İlk gelişmiş repo piyasası açık piyasa işlemlerinin uygulanabilmesi amacıyla ABD Merkez Bankası (FED) tarafından 1918 yılında faaliyete geçirilmiştir. Repo ve menkul kıymet ödünç işlemleri esas olarak 1960'lı yıllarda ABD'de gelişme göstermiştir. 1980'lerde Avrupa'da yayılan söz konusu işlemler, son 20 yılda 24 saat boyunca faaliyetin bulunduğu küresel bir faaliyete dönüşmüştür (Caceis Investor Services, 2010: s. 3, 18).

Repo işlemleri merkez bankaları ve diğer finansal kurumların finansal piyasalarda sıklıkla kullandığı işlemlerin başında gelmektedir. Öyle ki Gorton (2010: s. 165), vadeli mevduat ile birlikte, reponun paranın formları arasında olduğunu belirtmektedir.

Repo karmaşık finansal işlemler arasında kabul edilmektedir. Repo işleminin teminatlı kredi ve kesin alım/satım işlemlerine benzeyen yönleri bulunmakla birlikte; her iki işlem türünden de farklıdır. Bu kapsamda; değerlemede iskonto kullanılması, ödünç alanın teminatlarda kıymetler arası ikame yapabilmesi ve piyasa değerine göre değerleme gibi yönler, repo işlemleri ile birlikte teminatlı kredi işlemlerinin de ortak özellikleridir (Lumpkin, 1998: s. 59). Ülkemizde repo işleminin mahiyeti hukuk yazınında ve çeşitli içtihatlarda tartışma konusu edilmiştir.[2]

Repo [menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımı], menkul kıymetin işlemin diğer tarafına satılması ile eş zamanlı olarak; önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden geri alınmasını sağlayan bir geri alım antlaşmasıdır. Söz konusu işlemde hem satım, hem de geri alım bulunmaktadır. Bu kapsamda repo işlemlerini gerçekleştiren müşteri temsilcisi önce menkul kıymetleri teslim etmekte, ardından da müşteriden nakdi almaktadır. İşlem tersine döndüğünde ise ters repo ortaya çıkmaktadır. Ters repo [menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alımı] işleminde müşteri temsilcisi önce menkul kıymeti almakta ve eş zamanlı olarak önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden geri satmaktadır (Neftçi, 2008: s. 158).

Ülkemiz düzenlemelerinde repo ve ters repo işlemlerine ilişkin temel tanımlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan Seri:V, No: 7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliği'nde (Tebliğ) yer almaktadır. Tebliğ'in ikinci maddesinde yer alan tanıma göre repo işlemi menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımını ve ters repo işlemi de menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alımını ifade etmektedir.[3]

Tebliğ'in üçüncü ve altıncı maddelerinde repo-ters repo işleminin niteliği; işleme yetkili kurumlar, işleme konu menkul kıymetler, taraflar arasında yapılması gereken sözleşme, vade ve sözleşmenin fiyatı gibi unsurlar çerçevesinde tanımlanmıştır. Buna göre TCMB ile açık piyasa işlemleri çerçevesinde yapılan işlemler düzenleme dışı tutulmak suretiyle, repo-ters repo işlemleri; sözleşme dâhilinde, yetki belgesi almış aracı kuruluşlar arasında,[4] Tebliğ'de belirtilen menkul kıymetler üzerinde (bkz. Bölüm 4.3), serbest vade ve fiyat esasına göre yapılmaktadır.

Repo işlemlerinin başlıca özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir;

1. Para ve Kıymet Piyasalarını İlişkilendirmesi; Repo piyasası swap piyasalarının alternatifi ve tamamlayıcısı durumundadır (Neftçi, 2008: s. 157). Reponun en belirgin özelliği hem nakit, hem de menkul kıymet elde etmek için kullanılmasıdır. Dolayısıyla repo piyasası aynı zamanda diğer piyasaların işleyişini ve likit olmasını teşvik ederek finansal piyasaları birbirine bağlamaktadır (Bankacılar Dergisi, 2003: s. 80). Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) bono piyasası, repo piyasası ve kredi türevleri piyasası arasında önemli ölçüde karşılıklı bağlılık ve birbirini tamamlama ilişkisi bulunmaktadır. Örneğin kredi türevlerindeki risklere karşı genellikle repo piyasasında alınan kısa pozisyonlarla korunulmaktadır. Bu bağlamda, GOÜ'deki kredi türevleri piyasasında likiditenin artmasının bono ve repo piyasasındaki likiditenin artması ile ilişkili olabileceği ileri sürülebilir (Ranciere, 2002: s. 5, 21 23).

2. Kısa Vadeli Finansman/Likidite Sağlaması; Repo piyasalarının tüm dünyada hızla büyümesinin altında repo işlemlerinin; güvenli/kısa vadeli olması ve nakit gereksinimlerinin kolaylıkla karşılanmasına olanak vermesi gibi esnekliklere sahip olmasının önemli bir payı bulunmaktadır (Gorton ve Metrick, 2010: s. 10).[5] Kurumlar arasında gerçekleştirilen repo işlemlerine bakıldığında; repo işlemlerinden temin edilen kıymetin, mülkiyette bulunacağı vadeye göre daha uzun vadeli işlemlere konu edilmesinin mümkün olduğu görülmektedir. Bununla birlikte böyle bir işlemin yeniden finansman ve diğer riskleri artırması olasıdır.

3. Finansal Mühendislik Boyutunun Bulunması; Finansal mühendislik stratejilerinin önemli bir kısmı repo piyasasının kullanılmasını gerektirmektedir (Neftçi, 2008: s. 157). Repo işlemleri kurumsal/sofistike oyuncuların işlemlerinden bireysel müşteri işlemlerine doğru bir akış içindedir. Kurumlar arasında yapılan repo işlemlerinin tasarlanması finansal mühendislik çalışmalarını gündeme getirmektedir. Bu kapsamda küresel finans krizinde, finansal başarısızlık yaşayan bazı kurumlarda repo işlemlerinin karmaşık finansal işlem tasarımlarının bir parçası haline dönüşebildiği gözlenmiştir.

4. Teminatlı İşlem Niteliği; Organize ve tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen repo işlemleri belli bir teminat karşılığında yapılmaktadır. Repo işleminin teminat sağlama kalitesi arttıkça temerrüt riskleri azalmakta ve işlem güvenliği artmaktadır. Ülkemizdeki repo işlemleri incelendiğinde, tezgâh üstü piyasada kurumlar arasında yapılan repo işlemlerinde teminat oranının işlem değerinin altında belirlenebileceği anlaşılmaktadır. Buna karşılık İMKB tahvil ve bono piyasası repo ve ters repo pazarında gerçekleştirilen repo işlemlerinde teminat tutarı kural olarak işlem değerine eşit olmaktadır. Bu durumda ülkemizdeki tezgah üstü repo-ters repo pazarında işlem yapan finansal aracılar için piyasa ve kredi risklerinin etkili olabileceği düşünülebilir (bkz. 4.4).

5. Vadeli İşlem Niteliği; Repo işlemleri vadeli işlem niteliği taşımaktadır. Örneğin finansman sağlama ve korunma amaçlı olarak kullanılan endeks repolar vadeli nitelik taşıyan antlaşmalardır. Endeks repoların faiz oranları dönemsel olarak belli kısa dönemli faiz ölçütlerine göre gözden geçirilmektedir (Lumpkin, 1998: s. 72).

6. Risk Yönetimi ve Arbitraj Olanağı; Açığa satış, menkul kıymet ödüncü ve türev işlemlerle birlikte gelişmiş sermaye piyasası faaliyetleri arasında kabul edilen repo işlemleri piyasa katılımcılarının risk yönetimi ve arbitraj yapabilmesine olanak sağlamaktadır (Endo, 2002: s. 20).

7. Kredi Mekanizması Niteliği; Repo ve ters repo işlemleri; belli bir vadede teminata dayalı finansman sağladığı için kredi mekanizmasını hayata geçirmektedir.

8. Kaldıraç Kullanımı; Teminat konusu varlığın değerinin repo işleminin değerinden küçük olması halinde repo işleminden kaynaklanan kaldıraç artmaktadır. Ülkemizde borsada gerçekleşen repo işlemlerinde tam teminatlandırmanın bulunması nedeniyle kaldıraç olanağı kural olarak bulunmamaktadır. Buna karşılık kurumlar arasında yapılan tezgâh üstü repo işlemlerinde kaldıraç kullanma olanağı bulunabilmektedir (bkz. 4.4).[6]

9. Mülkiyetin Devredilmesi; Repo işlemine konu menkul kıymetlerin mülkiyeti işlem kapsamında karşı tarafın mülkiyetine geçmektedir. Mülkiyet hakkının da el değiştirmesi repoyu krediden ayıran bir unsurdur (bkz. Bankacılar Dergisi, 2003: s. 70).[7] Mülkiyetin sözleşme sürecinde karşı tarafa nakledilmesi teminat kalitesini ve işlem güvenliğini artıran bir unsurdur.[8]

10. Riskli Sermaye Piyasası İşlemleriyle Bağlantılı Olabilmesi; Repo işlemlerinde teminat konusu kıymete sahip olan tarafın, bu kıymeti sermaye piyasası işlemlerine konu etmesi olasıdır. Bu kapsamda teminat konusu kıymetin zincirleme repo,[9] açığa satış ve türev işlemlerden kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanması gibi işlemler ile kesin satışa konu edilmesi temerrüt riskine bağlı olarak repo portföyünden kaynaklanan risklerin artmasına neden olabilir. Öte yandan, Choudry (2002: s. 145 vd.) de işleyiş mekanizmasına yer verildiği üzere, repo işlemlerinin karmaşık finansal teknikler ve kredi temerrüt swapları (CDOs) gibi yapılandırılmış finansal ürünlerle birlikte kullanılması da işlemlerin anlaşılmazlık derecesini ve olası risklerini artırabilmektedir. Bununla birlikte, repo işlemlerinin vadesinin kısalması veya gecelik reponun repo piyasasında etkin olması durumunda söz konusu risklerin,(gecelik repo işlemlerinin teminat sürdürülmesine ilişkin işlem gerektirmemesi nedeniyle bkz. Gray (1998: s. 13), azalması beklenebilir.

11. Oyuncular; Repo ve ters repo piyasasının başlıca oyuncuları; banka ve aracı kurumlar, hazine ve bireysel/kurumsal yatırımcılardır. Merkez bankaları da repo piyasalarının önemli oyuncuları arasındadır. Küresel kriz ülkemiz finansal piyasalarına sınırlı biçimde yansımakla birlikte, Merkez Bankası ve bankacılık sektörünün, özellikle olası bir finansal baskı/kriz döneminde, repo piyasası ile olan ilişkisi likidite/risk yönetimi açısından önem taşımaktadır.

12. İşlem Konusu Menkul Kıymetler; Repo işlemlerinin teminatını hisse senedi, sabit getirili borçlanma araçları ve teminat mektupları gibi araçlar teşkil edebilmektedir. Ülkemiz uygulamasında repo ve ters repo işlemleri temelde devlet tahvili ve hazine bonosuna dayalı olarak yapılmaktadır. Son değişikliklerle özel sektör borçlanma araçlarının da repo-ters repo işlemlerine konu edilebilmesine izin verilmiştir (bkz. 4.3).

13. Riskler; Repo işleminden kaynaklanan risklerin başında kredi (temerrüt) riski gelmektedir. Repo işlemindeki karşı tarafın yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirememesi durumunda ortaya çıkabilecek kredi riski özellikle sorunlu finansal aracılarda likidite yetersizliğinin göstergesi olabilir. Bu durumda kredi risklerinin likidite ve iflas risklerine dönüşmesi de olasılık dâhilindedir (bkz. 4.3 ve 4.4).

14. Düzenleme ve Denetim Sorunları; Repo-ters repo işlemleri para ve sermaye (menkul kıymet) piyasalarını ilişkilendirmektedir. İşlemin bir tarafında para (ve bununla ilişkili olarak döviz) piyasaları diğer tarafında ise, sermaye piyasaları bulunmaktadır. Ülkemiz örneğinde de gözlendiği üzere, bu durum, para/ bankacılık ve sermaye piyasası otoritelerinin yönlendirdiği repo işlemlerine yönelik düzenleme ve denetim çerçevesinde yetki-sorum karmaşasına neden olma riskini gündeme getirebilmektedir (bkz. 4.4.2).

2.3. Repo ve Ters Repo İşlemlerinin Faydaları

Repo ve ters repo işlemlerinin başlıca faydaları Choudry (2002: s. 132 ve 2006: s. 3-4) ve Arslan (2005: s. 33,34,36) de yer alan belirlemeler temelinde aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Şirketlerin borçlanma imkânları anlamında, banka kredilerine alternatif oluşturur.
- Bankalar arası ödünç piyasalarına erişimi bulunmayan küçük ölçekli bankalar için birinci elden fonlama imkânı yaratır.
- Repo işlemlerinin sağladığı kaldıraç ve menkul kıymet temini olanakları sermaye piyasalarındaki spekülatif ve/veya korunma amaçlı yatırım stratejilerinin uygulanmasına olanak verir.
- Varlıkların repo işlemine konu edilmesi durumunda uzun bono ve hisse senedi pozisyonları düşük faiz maliyetleri çerçevesinde finanse edilebilir.
- Kısa pozisyonlardan kaynaklanan yükümlülükler repo işlemi çerçevesinde yerine getirilebilir.
- Repo işlemleri teminatlandırma vasfından dolayı ucuz maliyetli fon elde edilmesini sağlamaktadır.
- Spesifik bono ihraçlarında likiditenin artmasına katkı sağlar.
- Kamu kâğıtlarının teminat olarak kullanılması nedeniyle, tahvil ve bono piyasasındaki likiditeyi artırır.
- Piyasada likiditenin artması sermaye piyasasında ödünç alanların fon elde etme maliyetlerinin azalmasına katkı sağlar.
- Merkez bankaları repo ve ters repo işlemlerini de kullanarak gerçekleştirdiği açık piyasa işlemleri ile piyasadaki likidite ve faiz oranlarını yönlendirmektedir.

- Repo işlemlerinin teminatlı olması para piyasalarında gerçekleştirilen ödünç alma ve verme işlemlerinden kaynaklanan karşı taraf riskini azaltır.
- Repo işlemleri yatırımcılara alternatif bir yatırım aracı sunar.
- Repo işlemleri kurumsal yatırımcılar ve menkul kıymetleri uzun dönemli olarak elinde bulunduran diğer yatırımcıların menkul kıymet stoklarına ilave getiri olanağı sunar.
- Nakit sağlayan taraf için ters repo işlemleri kredi riskinin azalmasını ve açığa satış olanaklarının artmasını sağlar.
- Nakit sağlayan taraf için ters repo işlemleri Basel kuralları ve AB'nin sermaye yeterliliği direktiflerinde öngörülen sermaye katkısının azalmasını sağlar.

2.4. Repo İşleminin Türleri

Repo işlemi çeşitli açılardan farklı finansman biçimleri sunmakta ve bu kapsamda para/ sermaye/vadeli işlem/türev piyasalarını ilişkilendirmektedir. Çalışmanın kapsamı nedeniyle ayrıntılı olarak incelenmeyecek olmakla birlikte başlıca repo türleri; klasik repo, vadeye kadar repo, işlemci kuruluşun saklamasında tutulan repo (hold-in-custody repo; trust me repo; due-bill repo, letter repo),[10] üç taraflı repo (tri-party repo),[11] satma-geri alma (buy/sell back ve sell/buy back), hisse senedi (stock loan) veya menkul kıymet ödüncü (securities lending), teminatlı borçlanma (collateralised loan), toplam getiri swapı (total return swap), teminat mektubuna dayalı menkul kıymet ödüncü[12] ve dövize dayalı repo (cross-currency repo)[13] olarak belirlenebilir (Choudry, s. 2002: 108 vd. ve 2006: s. 5 vd.).

Repo işlemleri ayrıca; vadeye ve egzotik repo yapılarına (bkz. Choudry, 2006: s. 19 vd.) göre de sınıflandırılabilir. Bu bağlamda vade açısından repo sözleşmeleri genellikle gecelik veya birkaç günlük olmak üzere kısa vadeli olarak düzenlenmektedir. Daha uzun vadeli repo sözleşmeleri ise 1,2 ve 3 haftalık ve 1,2,3 ve bazen de 6 aylık olmak üzere standart vadelerde gerçekleştirilmektedir. Repo işlemi birden fazla günü kapsayacak biçimde tarafların karşılıklı pazarlıkları çerçevesinde açık veya sürekli olarak da (contuning/roll over basis) yapılmaktadır. Sürekli repo olarak ifade edilen bu işlem türü gecelik reponun her gün yeni koşullar altında süreklilik kazanmasıdır (Lumpkin, 1998: s. 60).

3. Repo İşlemlerinin Türkiye'de Düzenlenme Süreci: 1982 Banker Krizi ve Sonrası

Ülkemizdeki repo piyasasının niteliklerinin sağlıklı bir analizi için öncelikle sermaye piyasası mevzuatında repo işlemlerine yönelik düzenlemelerin hangi koşullarda ortaya çıktığının incelenmesi gereklidir. Söz konusu inceleme aynı zamanda sermaye piyasası mevzuatının ortaya çıkma sürecine de ışık tutmaktadır.

1980'lerle birlikte dünyada giderek yükselen ticari ve finansal serbestleşme ülkemiz gündemine 24 Ocak 1980 kararlarıyla taşınmıştır. 1980 sonrasında faizlerin serbest bırakılması, bazı bankalarla birlikte, bankerlerin de yüksek faiz ile kaynak sağlamasına neden olmuştur. Yeterli düzenleme ve denetim altyapısı olmaksızın girişilen bu finansal serbestleşme denemesi Banker Krizi ile sonuçlanmıştır. Yaşanan banker iflaslarına tepki olarak, planlı dönemle birlikte 1960'lardan beri yürürlüğe girmesi tartışılan,[14] 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 1981 yılında yürürlüğe girmiştir.

Banker Krizi'ne yol açan süreçte ve sonrasında sermaye piyasalarında yaşanan başlıca olaylar ve gelişmelerin repo işlemleri ile olan bağı izleyen bölümlerde incelenmektedir.

3.1. 1982 Banker Krizi'nin Neden ve Sonuçları

3.1.1. Bankerlik Faaliyeti ve Riskleri

1980'lerde bankalarda ve bankerlik faaliyetleriyle uğraşan kurumlarda yaşanan iflasların arkasında finansal aracılık sisteminde 1970'li yıllarda gözlenen değişimlerin etkisi vardır. Bu dönemde halk ve şirketler kesimi, özellikle bankerler tarafından arz edilen, yeni ve yüksek getirili finansal varlıklara önemli bir talep göstermiştir. Düzenleme ve denetleme kurumunun, ekonomik (ve finansal) serbestleşmeyi etkin resmi disiplin mekanizmalarıyla yönlendirememesi, 1970'li yılların sonunda başlayan ve 1980'lerin ilk yıllarına kadar devam eden söz konusu döneminin yaygın ve etkili bir finansal başarısızlık ile sona ermesinin başlıca nedenleri arasındadır.

Ülkemizde özellikle 1980'li yıllara doğru yükselen enflasyon oranı karşısında bankaların mevduata verdikleri faiz oranının düşük kalması, eksi değerler alması, karşısında alternatif mali aracıların yokluğu, boşluğun bankerlerce doldurulmasına neden olmuştur. 2279 sayılı Ödünç Para Verme İşleri Yasası ödünç para verme işlerini bir kurala bağlamıştır. Bu yasa uyarınca alınan izinle ödünç para işleriyle uğraşanlara banker, yapılan işlere de bankerlik denilmektedir. Ne var ki 1980'lerin başlarında ne 2279 sayılı Yasaya, ne de Bankalar Yasası'na tam olarak uyulmuştur. (Parasız, 2007: s. 218-219).

Ertuna (1986: s. 50) Banker Krizi'ne giden dönemde para ve sermaye piyasalarının birbirine karıştığını, finansla varlık satışına aracılık eden finansal aracı (banker) kuruluşların her türlü denetimden ve risk yönetiminden uzak olarak topladıkları paraları borç vermeye başladıklarını, bu kuruluşların borçlarının likit ve alacaklarının bağlı duruma geçmesi nedeniyle Aralık (81) Krizi ve Kastelli Şoku'nun (Haziran 82) ortaya çıktığını belirtmektedir.

3.1.2. 24 Ocak Kararları ve Temmuz Bankacılığı

24 Ocak Kararları Türk ekonomisinin hareket yönünü önemli ölçüde değiştirmiştir. Bu değişim ile birlikte, Türk ekonomisi ithal ikameci ve korumacı büyüme modelinden dışa açık, rekabetçi ve ihracata dayalı büyüme modeline geçiş yapmaktadır. Finansal sistemde yapılan reformlar ise yeni paradigmanın başarıya ulaşmasındaki başlıca araçlar olarak görülmüştür. Liberal bir anlayışı temsil eden 24 Ocak Kararlarını, Boratav (2006: s. 147) IMF ve sermayenin talepleri çerçevesinde, istenenden fazlasının verildiği bir şok tedaviye benzetmiştir. 1980 sonrasının Türkiye'si maliyetli iç ve dış borçlanmalarla finanse edilen alt yapı yatırımları, kamu gelirlerindeki yetersizlikler, yüksek ve kronik kamu açığı, faiz ve enflasyon sarmalı, dolarizasyon, cari açıklar, çözülemeyen istihdam sorunu ve giderek ağırlaşan bölüşüm sorunlarının yaşandığı bir ülkeye dönüşmüştür. Bununla birlikte kriz öncesi dönemde izlenen politikaların ekonomik büyümeyi, kredi mekanizmasının etkinliğinin geliştirilmesi yoluyla, canlandırılabileceği düşüncesi bulunmaktaydı.

24 Ocak kararlarıyla birlikte kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması (Temmuz Bankacılığı) ile [1960'lardan itibaren süregelen] reel faiz uygulaması son bulmuş ve pozitif reel faiz dönemi başlamıştır. 1980'lerde tüm dünya ile birlikte ülkemizde de bir deregülasyon ve finansal serbestleşme süreci yaşanmıştır. Ülkemizde yaşanan krizler kontrolsüz finansal serbestleşmenin ülkeyi spekülatif saldırılara ve krizlere açık bir hale getirdiğini gündeme taşımıştır. Bu krizlerin ilki 1982 yılında enflasyon yüzde 30'lar düzeyinde iken Hisarbank'ın 1 yıllık mevduata yüzde 80 faiz önermesiyle başlamıştır (Binay ve Kunter, 1998). Yüksek faizler ücretlilerin tasarruflarını, emeklilerin emekli ikramiyelerini ve birçok ailenin konut ve diğer

taşınmazlarını satarak bankerlere yatırım yapmalarına yol açmıştır (Özcan ve Çokgezen, 2003: s. 2066).

Caprio ve Klingebiel (1996: s. 17, 32), 1982-1985 döneminde Türkiye'de yaşanan krizler sonucunda; 1983'den sonra 5 ve 1985'den sonra 2 olmak üzere toplam 7 bankanın kapandığını ve 5 bankanın yeniden yapılandırılma maliyetlerinin GSMH'nin %2,5'una ulaştığını belirtmektedir. Yazarlar yaşanan bankacılık krizinin altında; 1979-1980 döneminde uygulanan daraltıcı para politikasının (özel sektörün borç ödeme kabiliyetini düşürmesi nedeniyle) bankaları olumsuz etkilemesinin, düzenleme, denetim ve muhasebe altyapısının güçlendirilmeden hızlı finansal serbestleşmeye gidilmesinin ve ilişkili borçlanmanın bulunduğunu vurgulamaktadır.

3.1.3. Bankerlik Faaliyeti ve 1982 Krizi'nin Gelişimi ve Sonuçları

Karacan (1996: s. 177), 1982 Krizi'nin temelde sistemik bir risk yaratmadığını belirtirken, Caprio ve Klingebiel (2003) söz konusu krizi sistemik kriz olarak nitelendirmiştir.

1990'lı yıllarda özellikle Anadolu'da etkinlik kazanmaya başlayan (ve menkul kıymetlerini sermaye piyasası mevzuatına aykırı olarak halka arz etmek yoluyla kaynak sağlayan) holdinglerde ve 2000'li yılların başında İmar Bankası örneklerinde ortaya çıkan ponzi finansman olgusu 1980 sonrasında ilk kez 1982 Krizi sırasında gözlenmiştir. Ponzi finansmanın, borcu, sürdürülemez bir döngüde borçla finanse eden, öz kaynağı zayıf finansal kurumların finansman biçimi olarak ortaya çıktığı gözlenmektedir. Söz konusu sarmala neden olan olguların başında; 1980 sonrası bankerlerin ve bankaların faiz verme yarışı gelmektedir. Bankerlerin uzun vadeli yönetim stratejisinden uzak fırsatçı yaratıcılığı, yoğun rekabet güdüsü ve gevşek resmi disiplin yapısı ile şekillenen faiz yarışı, bankacılık sektörünün risklerinin önemli ölçüde artmasına neden olmuştur.

Bu süreçte "serbest faiz" diye nitelenen yeni faiz düzeninden çok şey beklenmekteydi. Söz konusu uygulama kapsamında bankaların faiz rekabetine girmesinin reel faizin ortaya çıkmasına neden olacağı ve bu sayede bankacılık sistemine yönelen kaynakların kredi arzını artırması ve faizleri de düşürmesi öngörülmekteydi (Ulagay, 1987: s. 153-156).).

Dört büyük bankanın önderliğinde 19 Haziran 1980 tarihinde Ankara'da bir araya gelen bankaların serbest bırakılan faiz oranlarını birlikte ve varolan enflasyon oranının altında saptamaları üzerine, ekonomik politikayı yönlendirenler, faizlerin yükselmesini sağlamak için yeni bir yönteme başvurdular. İzlenen yöntem, gerek mali sistem ve gerekse banka sistemi içinde faiz rekabetini oluşturacak, mali aracıların her tür araç kullanılarak harekete geçirilmesiydi. Mali sistemde bankalara karşı bankerler kullanıldı. Yeni politikalarla birlikte dört büyük bankanın ilk iki büyüğü sonuna kadar faiz yarışını reddederken, diğer iki büyük kendi aralarında ve sistemdeki diğer bankalarla faiz yarışına girdiler (Artun, 1987: s. 61).

Mevduata reel faiz ilk kez 1981 yılının 3. çeyreğinde verilmeye başlanmıştır. Bu gelişmeler hiç kuşkusuz mevduatın bankaya maliyetini önemli ölçüde yükseltmiştir. Mevduatın yükselen maliyeti kredi kullanan firmaların durumlarını güçleştirmiştir. Bankaların geri ödenmeyen kredileri sonucunda mevduat faizleri daha da artmıştır. Özellikle küçük bankalar yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla faizlerini daha da yüksek seviyelere çekmek zorunda kalmışlardır. Bazı büyük bankaların da faiz yükseltme yarışına katılması 1982 yılında faizlerin daha da artmasıyla sonuçlanmıştır (Binay ve Kunter, 1998). Kriz yıllarının yüksek negatif reel faiz hadleri (1978-1980 döneminde reel faiz haddi %-15,4), 1981'den

itibaren bankalar ve bankerler arasında patlayan faiz rekabetiyle tırmanışa geçti (1981-1983 döneminde reel faiz haddi %10,1). Mevduatta %14,5 ve kredilerde %17'ye fırlayan reel faizler, aslında banker kesimindekinin çok altında kalmaktaydı. Bu faiz yarışının sonunda ciddi bir para krizi yaşandı. Bankerlerden çok yüksek faizlerle borçlanan küçük girişimciler, talep daralmasının etkisiyle karlarının yok olması karşısında, aldıkları kredileri geri ödeyemiyorlardı (Kazgan, 2005: s. 208-209).

1982 yılı ortasında 3 bankanın (İstanbul Bankası, Hisarbank ve Odibank) önce yönetimleri devralınmış ve sonra 1983 yılı sonunda Ziraat Bankası'na devredilmişlerdir. Yine aynı yıl İşçi Kredi Bankası'nın faaliyeti durdurulmuştur. 1984 yılında Bağbank'ın faaliyetleri durdurulurken, İstanbul Emniyet Sandığı Ziraat Bankası'na devredilmiştir. Yine bu dönemde mali bünyesi bozulan Töbank önce 1987 yılında kamulaştırılmış ve 1992 yılında ise Türkiye Halk Bankası'na devredilmiştir. Yine dönemin başında mali bünyesi bozulan ve bir kamu bankası olan Anadolu Bankası çare olarak 1998 yılında T.Emlak ve Kredi Bankası ile Türkiye Emlak Bankası adı altında birleştirilmiştir. Diğer yandan bu dönemde özellikle banker kurumlarda (Banker Kastelli, Meban gibi)[15] başlayan krizin ardından yaşanan mevduat çekişleri sırasında Merkez Bankası "son kredi mercii" işlevini başarı ile yerine getirmiştir ve sistemin tıkanmasını ya da bir sorunun hissedilmesini önlemiştir (Karacan, 1996: s. 177).

Bu dönemde 2 banker öldürülürken, 10'u kaçtı, 5'i gözaltına alındı, 5'i tutuklandı ve 12'sinin iflası istendi. Bu küçük bankerler 200.000 civarında tasarruf sahibine 75 milyar TL civarında borçluydular (Asomedya, 2001). Finansal piyasalarda yaşanan söz konusu gelişmelere tepki olarak ise 14 Ocak 1982 tarih ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında KHK (Bankerler Kararnamesi) çerçevesinde bankerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'ndan borsa bankerliği belgesi alma yükümlülüğü getirilmiştir (Kurdoğlu, Tüzün ve Yüksel,2010: s. 19).

Caprio ve Klingebiel (2003), 1982-1985 döneminde yaşanan krizin kurtarma maliyetlerinin GSYİH'nın %2,5'una ulaştığını belirtmektedir. Banker Krizi'nin Türk ekonomisine maliyetini Ertuna (1986: 50) 200 milyar TL olarak belirlerken, Tokgöz (2001: s. 39 dan Aktaran: Öztürk, 2005: s. 135) ise, 1982 yılı sonunda batan bankerlerin yatırımcıları uğrattığı zararın, dönemin dolar kuruyla, 350 milyon dolar dolaylarında olduğunu belirtmektedir.

Banker Krizi'nin geride bıraktığı bilançoya gelince; öncelikle faiz hadlerinde başlatılan serbestleşmenin yaşanan finansal çöküşle sona erdiğini belirtmek gerekir (Kazgan, 2005: s. 209). Kriz sürecinde bankerlere hücum eden yatırımcılar yatırımlarını geri talep etmişlerdir (Özcan ve Çokgezen, 2003: s. 2066). Ulagay (1987: s. 172-174) ise, serbest/yüksek faiz politikasının; ucuz krediye dayalı zenginleşme ve spekülasyon/stokçuluk olanaklarını daralttığını, faiz şokunun yaşandığı ilk dönemde tüketimi caydırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yaptığını ve bankalara kaynak girişini hızlandırarak reel mevduat artışı sağladığını belirtmektedir. Yazar buna karşılık, anılan politikanın olumsuz sonuçlarını ise; banka sisteminin oligopol yapısının kırılamaması, fon aktarma maliyetlerinin düşürülememesi, mevduat faizi ile kredi faizi arasındaki uçurumun kapatılamamaması, gelir dağılımının rantiye/ atıl para sahibi lehine bozulması ve artan tüketim eğiliminin enflasyonu artırması olarak belirlemiştir. Artun (1987: s. 75-76), 1980'lerdeki endeksleme ve dışa açılma politikaları, banka giriş ve çıkışlarının kolaylaştırılması, faiz belirlenmesi ve faiz rekabetinin serbest bırakılması gibi nedenlerle ortaya çıkan mali bunalımın; bütçe gelirlerinin azalmasına, emisyonun ve enflasyonun artmasına neden olduğunu belirtmektedir. Yazar ayrıca krizin bankacılık sistemindeki tekelci yapıyı güçlendirdiğini, sanayi/ticaret sermayesi ile banka sermayesinin bütünleşme sürecini hızlandırdığını ve ulusal bankacılığı marjinalleştirdiğini

belirtmektedir. Akyüz (1987: s. 96-97) ise, özellikle faiz politikası başta olmak üzere, 1980 sonrası izlenen politikaların şirketler kesiminin dışsal finansman gereksinimini önemli ölçüde artırdığını ve banker olayında da gözlendiği üzere banka dışı bir fon aktarma mekanizması oluşturulamadığını belirtmektedir.

3.2. Kriz Dersleri, Bankacılık ve Sermaye Piyasasına Yönelik Düzenlemeler

1980 sonrası yaşanan hızlı ve kontrolsüz finansal serbestleşme ile birlikte ortaya çıkan önemli tekil/sistemsel finansal başarısızlıklar sonucunda faizler yeniden Merkez Bankası tarafından belirlenmeye başlanmıştır.

TBB (1998) söz konusu uygulamanın 1988 yılına kadar sürdüğünü, mali kriz sonucu sistemde gözetim ve denetimle ilgili yeni düzenlemelerin gerekli olduğunun ortaya çıkmasıyla; 1985 yılında çıkarılan Bankalar Kanunu [3182 sayılı Kanun] ile sermaye yeterlilik rasyosunun kabul edildiğini, tek düzen hesap planı uygulamasının getirildiğini, mevduat sigorta fonu oluşturulduğunu, tahsili gecikmiş alacaklar için yeterli karşılık ayrılması ile ilgili düzenlemeler yapıldığını ve bankaların bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmeleri zorunluluğunun getirildiğini vurgulamaktadır.

Banker Krizi'ne sermaye piyasaları açısından bakıldığında krizle birlikte sermaye piyasası finansal aracılığından kaynaklanan risklerin yeterli ölçüde takip edilmediği, dolayısıyla tasarruf birikimi ve yatırımcının korunmasına yeterince önem verilmediği görülmüştür.

Kriz firma/sistem ölçeğindeki riskleri disipline edici süreçler açısından incelendiğinde, batan banka ve bankerlerde önemli öz disiplin sorunlarının yaşandığı anlaşılmaktadır. Banker Krizi'nde İmar Bankası, Enron, WorldCom gibi örneklere benzer sahteciliklerin finansal başarısızlıkların ortaya çıkmasında etkili olduğu görülmektedir. Piyasa disiplininin, mekanizma olarak zayıf olması nedeniyle etkili bir rol oynayamadığı söz konusu yapıda, resmi disiplindeki sorunlar da dikkat çekicidir. Bu kapsamda politikacıların, mevcut hukuku uygulayan kurumların ve yöneticilerin yanlış yönetimlerinin yaşanan finansal başarısızlığın başlıca nedenleri arasında yer aldığı söylenebilir (bkz. Özcan ve Çokgezen, 2003: s. 2066). Banker krizi döneminde nakit birikimi olmayanların taşınmazlarını satarak veya borç alarak bankerlere yatırım yaptığı dikkate alındığında (bkz. Kurdoğlu, Tüzün ve Yüksel, 2010: s. 18-19), finansal ürün ve hizmet tüketicilerinin finansal okuryazarlığının riskleri öngörebilecek boyutlarda olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Sermaye piyasaları bağlamında krize yönelik tedbirlerin başında gelen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30.07.2001 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Ancak Ertuna (1986: s. 131) da belirtildiği üzere, bu tarihte bankerler tasfiye olmaya başlamıştır ve en büyük kurum olan Banker Kastelli de yasadan bir yıl sonra kapanacaktır. Bu dönemde henüz Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) etkin olarak örgütlenemediği görülmektedir. Düzenleyici ve denetleyici açıdan sorumlu olan ve fiilen etkinlik göstermesi beklenen Hazine Müsteşarlığı ise yeterli etkinlikle gelişmelere tepki verememiştir. Ayrıca banker faaliyetlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesine yönelik çalışmaların 1960'lardan beri gündemde olmasına karşın (bkz. Çölaşan, 1984: s. 432), etkili bir düzenlemenin kriz sırasında bulunmadığı görülmektedir. Bununla birlikte Boratav (2006: s. 153), 1982 Banker Krizi'nin etkisiyle finansal serbestleşmenin ihtiyatla sürdürüldüğünü belirtmektedir.[16] Sonuç olarak Banker Krizi, finansal serbestleşmenin düzenleme ve denetleme ile birlikte gitmesi gerektiğini açık biçimde ortaya koymuştur.[17]

3.3. Repo Mevzuatının Düzenlenmesine Yol Açan Teminatlı Borçlanma İşlemleri

Faiz verme yarışında 1981 öncesinde bankerlerin kullandıkları araçların başında garanti belgesi gelmektedir. Bu belgeyle birlikte, genellikle ya bir ortaklığın tahvilleri ya da, mevduat sertifikası güvence olarak verilmekteydi.Bu garanti belgesinde; belirlenen süre dolduğunda birikim sahibine anaparasının iade edileceği (diğer bir deyişle ona güvence olarak verilen tahvillerinin ve mevduat sertifikalarının geri alınacağı), belirlenen süre dolduğunda birikim sahibinin ona verilen tahvillerin veya mevduat sertifikasının üzerinde yazılı faiz oranının üstünde "ek faiz" geliri verileceği (birikimci normal artı ek faizleri aylık veya dönem sonunda almak gibi bir takım seçeneklere sahiptir), belirlenen süre dolmadan garanti belgesini ve birlikte aldığı güvenceleri getiren birikim sahibine işlenmiş faiziyle anaparanın geri verileceği (bu durumda birikimci ek faiz alamamakta) finansal aracı (banker) kuruluş tarafından taahhüt edilmekteydi (Ertuna, 1986: s. 124).

1 Temmuz 1980 tarihli Bankalar Kararnamesi ile bankaların mevduat sertifikası çıkarmaları serbest bırakılmıştır. Bu dönemde faaliyet gösteren 38 bankadan 31 i mevduat sertifikası çıkarmıştır. Daha önce bono, çek, şirket tahvili karşılığında kaynak sağlayan bankerler, şirketlerin tahvil ihracında yasal sınırlara ulaşması nedeniyle kısa vadeli/yüksek faizli mevduat sertifikası satarak kaynak sağlamaya yönelmiştir. Bankerlerin temel açmazı kısa vadeli/yüksek maliyetli finansman yapısını sürdürememeleri olmuştur. Maliye Bakanlığı 17 Eylül 1981 tarihinde bankaların mevduat sertifikası ihracını ve 23 Kasım 1981 tarihinde de piyasa bankerliğini yasaklamıştır (Kurdoğlu, Tüzün ve Yüksel, 2010: s. 18-19).

Kastelli sisteminin riskli yanları şunlardı:[18] (1) Şirket tahvilleri vadeli iken banker senetlerinde istendiğinde hemen ödeme taahhüdü veriliyordu. (2) Şirket tahvilleri ile mevduat sertifikalarının üzerinde yazılı faizden daha yüksek faiz ödenmesi gerekiyordu. (3) En önemlisi anapara yükümlülüklerinin karşılığı teminat vadeli/vadesiz olarak tahvil/ sertifika şeklinde saklamada tutulmaktaydı (Bu nedenle tasfiye sonunda Kastelli'den anaparasını alamayan kalmamıştır)[19] (Uras, 2008).

Bankerlerin çok yüksek faiz vererek tasarrufçulara menfaat sağlamaları üzerine piyasa başlangıçta sürekli olarak gelişmiş, daha sonra halka arz edecek menkul kıymet bulunamayınca bu defa büyük ölçüde fiktif repo işlemleri yapılmıştır. Birbiri peşi sıra bankerlerin ödemelerini durdurmaları ve iflas etmeleri üzerine banker faciası patlak vermiş ve yasa koyucu çeşitli yasal tedbirler almak zorunda kalmıştır. Bu yasal düzenlemeler sonucu ya repo yasaklanmış veya işlemez hale gelmiştir (Doğanay, 1993: s. 39-40).

3.4. Banker Krizi ve Repo İşlemlerinin Yasaklanması

Banker Krizi'nin en önemli sonuçlardan biri Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yayımlanması olmuştur.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesinde, ihraç edilen tahvillerin bankerlerce %40'a varan oranlarda başa başın altında alındığı ve kişisel yüklenimi içeren garanti belgeleri ile belli tarifeler çerçevesinde geri alınması taahhüt edilerek halktan para toplandığı belirtilmektedir. Ayrıca tahvil ihracının doğal sınırlarına ulaşması ile bu işlemin tahvil dahi verilmeksizin sırf garanti belgesi karşılığında yapıldığı vurgulanmaktadır. Teminatlı/ teminatsız nitelikteki söz konusu işlemler, sermaye piyasası aracılık işlemi değil, dolaylı mevduat kabulü olarak kabul edilmiştir. Nitekim 2499 sayılı Kanun'un 31/b hükmü ile aracı kurumların kendi finansal yükümlülüklerini içeren evrak ihdas ederek kaynak sağlamaları ve

bu kıymetlerin alım satımında bulunmaları yasaklanmıştır. (Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1985: s. 32,33,45).

SPK tarafından çıkarılan 1 nolu duyuruda "menkul kıymetler alım ve satımı ile uğraşan bankerler ve aracı kurumlar sahiplerine karşı sattıkları menkul değeri geri alma ve önceden belirli bir geliri garanti etme gibi taahhütte bulunamayacaklardır" denilmek suretiyle repo işlemlerinin yasak olduğunu tekrar vurgulamıştır. Diğer yandan, bankerler tarafından yapılan işlemlere karşı duyulan tepki ve önlem alma çabaları Sermaye Piyasası Kanunu ve Banka Kanunu'nda çeşitli maddelerin kabul edilmesine yol açmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 31/b bendinde "aracı kurumlar kendi mali yükümlülüklerini içeren evrak ihdas edip halka arz edemez ve alım satımında bulunamaz" şeklinde bir yasak hükme yer verilmiştir. Bankalar Kanunu'nun 13'üncü maddesinde ise aynı endişe ile hareket edildiği görülmüştür. Söz konusu maddenin ikinci fıkrasında "ayrıca faiz veya her ne ad altında olursa olsun bir ivaz taahhüt edilip edilmediğine bakılmaksızın, menkul kıymetlerin ibrazında veya belli bir vadede geri alınacağı taahhüdünü içeren belgeler eşliğinde satılması da mevduat kabulü hükmündedir" şeklinde bir ibareye yer verilmiştir (Doğanay, 1993: s. 40-41).

3.5. Repo İşlemlerinin Serbest Bırakılması

Kriz sonrasında tedricen Sermaye Piyasası Kanunu ve Bankalar Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile birlikte repo ve ters repo işlemleri serbest bırakılmıştır. Ancak burada da ilginç bir düzenleme yapılmış ve aslında para piyasası aracı niteliğinin baskın olduğunu düşündüğümüz repo-ters repo işlemleri SPK'nın Seri:V, No: 7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliği ile düzenlenmiştir. Hatta Tebliğ'in 14 üncü maddesi ile de SPK ve TCMB arasında işbölümünün niteliği düzenlenmiş[20] ve TCMB tarafından konuya ilişkin bir genelge yayımlanmıştır.[21]

4. Repo İşlemleri İle İlgili Güncel Sorunlar ve Çözüm Önerileri

4.1. Repo İşlemleri ve Yurtiçi Finansal Piyasalar

GOÜ'de, türev işlem piyasalarının geliştirilmesinin güç olması nedeniyle, sabit getirili araçlara dayalı risk yönetimi ve arbitraj işlemlerinin yapılmasında; açığa satış, menkul kıymet ödüncü ve repo piyasalarından yararlanılması daha gerçekçi görünmektedir (Endo, 2002: s. 20). Ülkemizde açığa satış ve menkul kıymet ödüncü piyasalarının az gelişmiş olduğu dikkate alındığında (bkz. Coşkun, 2010b: s. 80-84), finansal aracıların sabit getirili araçlar piyasasındaki risk ve karlılık yönetiminde en temel aracının repo piyasası olduğu görülmektedir.

Repo, merkez bankası ve finansal kurumların yanısıra hanehalkının da kullandığı bir finansal araçtır. Bu bağlamda, 2005, 2008 ve 2010/Mart itibarı ile reponun hane halkı finansal varlıklarındaki payı sırasıyla %0,7, %0,6 ve %0,4 olarak gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 2).

3 ncü bölümde de belirtildiği üzere, repo işlemleri para ve sermaye piyasalarını ilişkilendirmektedir. Ülkemizdeki düzenlenme sistematiğinde repo işlemleri, Banker Krizi'nin getirdiği koşullar nedeniyle, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiştir. Buna karşılık, repo ve ters repo işlemlerinin ağırlıklı olarak bankalarca gerçekleştirildiği ve banka bilançosunda etkili olduğu görülmektedir. Ayrıca TCMB para politikasının uygulanması sürecinde repo ve ters repo işlemlerini aktif olarak kullanmaktadır.[22]

TABLO 2: Türk Hane Halkı Finansal Varlıklarının Dağılımı (2005, 2008, 2010/Mart)

(milyar TL, %)

	2005		2008		2010/Mart	
	Milyar YTL	% pay	Milyar YTL	% pay	Milyar TL	% pay
Tasarruf Mevduatı*	90,4	41,2	188,7	51,2	220,3	51,2
DTH*	59,8	27,2	89,0	24,2	94,1	21,9
DTH (milyar ABD doları)	44,5	-	59,1	-	61,7	-
Dolaşımdaki Para	18,3	8,3	30,6	8,3	36,6	8,5
DİBS+Eurobond	32,6	14,9	19,7	5,3	12,5	2,9
Yatırım Fonu	-	-	20,8	5,6	26,4	6,1
Hisse Senedi	15,7	7,2	10,6	2,9	27,3	6,4
Emeklilik Yatırım Fonları	1,2	0,5	6,4	1,7	9,7	2,3
Repo	1,5	0,7	2,2	0,6	1,8	0,4
Kıymetli Maden Deposu	v.y.	v.y.	0,3	0,1	1,2	0,3
Toplam Varlıklar	219,5	100,0	368,3	100,0	429,9	100,0
v.y.: Veri Yok. * Tasarruf mevduatı ve DTH, katılım fonlarını da içermektedir.						

Kaynak: TCMB (2008: s. 24 ve 2010: s. 30).

BDDK (2010: s. 17,35) verilerine göre 2008 ve 2009 yılları itibarı ile Türk bankacılık sektöründe repo işlemlerinden sağlanan fonların sektörel aktifin sırasıyla %5,6 ve %7,3 lük bölümünü finanse ettiği görülmektedir. Söz konusu oran 2010/Mart itibarı ile %6,2 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılsonuna göre 2010/Mart itibarı ile; bankacılık sektöründe gerçekleşen repo işlemlerinden sağlanan fonların 21 milyar TL'lik kısmı TCMB'den, 13,1 milyar TL'lik kısmı bankalardan, 18,9 milyar TL'lik kısmı ise diğer kaynaklardan sağlanmıştır.

TABLO 3: Bankacılık Sektörü Pasif Bilanço Büyüklükleri (2008-2010/Mart) (milyar TL)

	2008	2009	2010/Mart
Mevduat (Toplanan Fonlar)	454,6	514,6	534,3
Para piy., TCMB Borçlar	0,4	0,8	0,7
Bankalara Borçlar	92,7	86,1	91,7
Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	40,8	60,7	53,0
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	0,0	0,1	0,1
Diğer	57,6	60,8	63,8
Öz Kaynaklar	86,4	110,9	116,8
Toplam	732,5	834,0	860,5
Toplam TP Kaynaklar	476,8	570,2	593,2
Toplam YP Kaynaklar	255,7	263,9	267,3

Kaynak: BDDK (2010: s. 17).

Küresel finansal krizde de gözlendiği üzere repo işlemlerinin finasal aracıların kaynak temininde önemli bir araç haline gelmesi finansal risklerin artmasına neden olabilmektedir. ABD'li müflis yatırım bankası Bear Stearns'ün iflasına neden olan başlıca olgular arasında; para piyasası fonlarından temin edilen gecelik repo kaynaklarına ve serbest fonlardan temin edilen kredilere dayalı kısa vadeli finansman yapısının ve yükümlülükleri karşılayacak likiditeye sahip olunamamasının önemli bir yeri bulunmaktadır (bkz. Coşkun, 2009: s. 24-25). Bu bağlamda, küresel kriz öncesi dönemde, ABD yatırım bankacılığında genel olarak repo piyasasından temin edilen fonların temel finansman aracı olduğunu belirtmek gereklidir (Gorton ve Metrick, 2010: s. 1). Nitekim Bear Stearns iflas ettiğinde sermayesinin ¼ ünü, ağırlıklı olarak gecelik repo olmak üzere, kısa vadeli repo piyasasından sağlamaktaydı. Repo piyasasına dayalı kısa vadeli finansman yaklaşımı Morgan Stanley, Merrill Lynch ve Lehman Brothers'da yaşanan finansal başarısızlıklarda da etkili olmuştur (Roe, 2010: s. 1,2,6).[23]

4.2. Repo İşlemlerine Yönelik Düzenleyici Yapı

Küreselleşme, yoğun rekabet, müşteri tabanının genişletilmesi, karlılığın artırılması ve düzenlemelerden kaçınılması gibi nedenlerle finansal sektör, aracılık ve ürünlerin küresel ölçekte yakınsadığı gözlenmektedir. Söz konusu yakınsama bir yandan özellikle ticaret ve yatırım bankalarının finansal süpermarkete dönüşmesine neden olurken, bir yandan da finansal aracılık faaliyetinden doğan risklerin artmasına neden olmuştur. Söz konusu risklerden birisi de giderek karmaşıklaşan finansal kurumların etkin biçimde düzenlenme ve denetlenme riskidir. Bu bağlamda, küresel finansal krizin nedenlerin birisi de birden fazla düzenleyici ve denetleyici kurumun ortak yetki-sorum sahasındaki finansal işlem ve aracıların etkin biçimde düzenlenememesi ve denetlenememesidir. Ülkemiz finansal piyasalarının karmaşıklık derecesi gelişmiş finansal piyasaların yanında göreli olarak düşüktür. Bununla birlikte, özellikle bankaların sermaye piyasası işlemlerinin mevcut düzenleme ve denetim yapısındaki karmaşayı artırdığı düşünülmektedir. Bu bağlamda türev işlemlerin[24] yanı sıra, repo-ters repo işlemlerinin de düzenleme/denetim bağlamında etkinlik kaybına neden olabilecek yönlerinin bulunduğu düşünülmektedir.

Ülkemiz mevzuatında repo ve ters repo işlemleri temelde Sermaye Piyasası Kanunu, SPK tarafından yayımlanan Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ ve ilgili ilke kararları çerçevesinde düzenlenmiştir. Söz konusu düzenlemeler paralelinde İMKB, Takasbank (Takas ve Saklama Bankası) ve MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) da operasyonel düzenlemelere sahiptir. SPK düzenlemelerine ilaveten Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ gereğince TCMB tarafından yayımlanan Repo Genelgesi ile de; repo konusu menkul kıymetlerin depo edilmesi ve işlem limitlerinin belirlenmesi öngörülmüştür. SPK ve TCMB'de yer alan düzenleyici çerçevenin yanı sıra, BDDK'nın da bankaların repo ve ters repo işlemlerine ilişkin düzenlemeleri bulunmaktadır.

Repo işlemlerinin düzenleme ve denetleme yapısındaki karmaşaya rağmen, işlemlerin ağırlıklı bölümünün İMKB'de gerçekleşmesi bugüne kadar herhangi bir piyasa başarısızlığının ortaya çıkmasına engel olmuştur. Ancak ülkemizdeki bankacılık krizlerinde ve küresel finans krizinde repo işlemlerine bağlı olarak ortaya çıkan finansal riskler/başarısızlıklar sonrasında; repo piyasasından doğabilecek risklere yönelik tedbirlerin önem kazandığı düşünülmektedir. Repo piyasasının/işlemlerinin; hane halkı varlık kompozisyonu, İMKB'nin işleyiş sistemi, borsa işlemleri, TCMB'nin likidite yönetimi ve bankacılık bilançosu açılarından önemi dikkate alındığında söz konusu riskin ciddiye alınmaya değer olduğu düşünülmektedir.

Ülkemizdeki örnekleri değerlendirildiğinde 1982 ve 1994[25] krizlerinde repo işlemleri nedeniyle birden fazla kurumda ortaya çıkan ve sonu iflasa kadar uzanan finansal başarısızlıkların repo işlemlerinden kaynaklanabilecek riskleri açık biçimde ortaya koyduğu görülmektedir. Küresel finansal kriz sürecinde iflas eden Lehman Brothers'da repo işlemleri kullanılarak mali durumun olduğundan daha iyi gösterildiğine ilişkin iddialar da (bkz. Report of Anton R. Valukas, 2010: s. 746) dikkate alındığında; repo işlemlerine ilişkin risklerin her zaman ortaya çıkmasının mümkün olduğu anlaşılmaktadır.

Küresel krize yol açan nedenler arasında ABD finansal piyasalarındaki düzenleyici ve denetleyici yapının çok sayıda oyuncuyu içeren karmaşık yapısının neden olduğu yönetim zafiyetlerinin önemli bir payı bulunmaktadır. Bu durum nedeniyle kriz sonrasında ABD'de uygulamaya konulan Dodd–Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası ile yeni bir düzenleyici kurum olarak Finansal İstikrar Gözetim Komisyonu (Financial Stability Oversight Council; FİGK) kurulmuştur. Söz konusu Komisyon'un başlıca görevi sistemik risklerin eşgüdümlü olarak yönetilmesidir.[26]

Ülkemizde kamu kurumları arasındaki eşgüdüm sorunlarının çeşitli finansal başarısızlıkların ortaya çıkmasında etkili olduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda özellikle İmar Bankası'nda[27] yaşanan finansal başarısızlıklarda kamu kurumları arasındaki eşgüdüm sorunlarının da etkili olduğu söylenebilir. Bu kapsamda repo işleminin temelde hangi piyasa ile ilişkili olduğuna ilişkin tartışmalardan bağımsız olarak, repo düzenlemelerinin ilgili kamu kurumlarının işbirliğinde yeniden değerlendirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. 3.4 bölümünde yer alan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, söz konusu mutabakatın özellikle tezgah üstü repo gibi yüksek riskli işlemlerin düzenleyici ve denetleyici kurumlarca etkin şekilde yönetilmesi açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

4.3. Repoya Konu Olabilecek Kıymetlerin Genişletilmesi

Geleneksel olarak belli işlem türleri belli piyasalarla ilişkilidir. Örneğin çoğu ülkede nakit edinimi amaçlı menkul kıymet ödüncü işlemleri, kamu kağıtlarının teminatında, repo işlemlerine dayalı olarak yapılmaktadır. Bazı ülkelerde de menkul kıymet edinimi amaçlı ödünç işlemleri; hisse senetlerine dayalı olarak yapılan menkul kıymet ödüncü (securities loan) olarak yapılandırılmıştır. Her iki işlem türü de, menkul kıymet piyasalarına, türev piyasalarına ve finansal piyasalara sağladıkları likidite ve daha geniş ölçekli esneklikler nedeniyle, yerel ve uluslar arası finansal piyasaların önemli bir unsuru haline gelmiştir (IOSCO, s. 1999: 5).

Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir bölümünde repo piyasalarının az geliştiği görülmektedir. Bu duruma neden olan başlıca nedenler; gelişen piyasalarda nitelikli teminatın bulunmaması ve repo işlemleri için karşılık ayrılmasıdır. Bu kapsamda merkez Avrupa ülkelerinde önemli bir repo piyasasının bulunmadığı görülmektedir. Örneğin Çek Cumhuriyeti'nde piyasa ölçeğinin yetersiz olduğu ve Polonya'da ise işlem maliyetlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Güney Kore'de yüksek vergiler repo piyasasının gelişimine engel olmuştur. Şili'de ise bankaların özel sektör borçlanma araçlarına dayalı repo yapmasının yasaklanması ikincil piyasanın gelişmesine engel olmuştur. GOÜ repo piyasalarında görülen diğer bir olgu ise; repo konusu teminat türlerinin sınırlı olması ve temelde kamu kâğıtlarından oluşmasıdır. Söz konusu piyasa koşullarının Güney Kore, Malezya, Tayland ve Meksika'da gözlenmesi mümkündür (Luengnaruemitchai ve Ong, 2005: s.13; Turner, 2002: s. 10; Mihaljek, Scatigna ve Villar, 2002: 40-41; Mohanty, 2002: s. 64).

Repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetler Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ[28] ve SPK'nın ilke kararları[29] ile belirlenmiştir. Tebliğ 5 inci maddesinde yer alan menkul kıymetler ve ilgili ilke kararları değerlendirildiğinde repo işlemine konu olabilecek finansal araçların ağırlıklı olarak, yukarıda yer verilen GOÜ örneklerine koşut bir biçimde, kamu kâğıtlarından oluştuğu görülmektedir. Coşkun (2010a: 29 vd.) da değerlendirildiği üzere, repo konusu olabilecek menkul kıymetler arasına özel sektör borçlanma araçları da ilave edilmiştir. Bununla birlikte, repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetlerin daha da genişletilmesinin piyasa etkinliği açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Menkul kıymet ödünç (ve dolayısıyla repo) işlemlerinde nakit veya menkul kıymetler teminat olarak kullanılabilmektedir. Bu kapsamda, gelişmiş finansal piyasalarda kullanım yaygınlığı arttığı gözlenen, başlıca nakit dışı repo teminatları; kamu kağıtları, özel sektör borçlanma araçları, değiştirilebilir tahviller, özellikle piyasa değeri yüksek olan ve belli endekslere dahil hisse senetleri, teminat mektupları, mevduat sertifikaları ve diğer para piyasası araçları olarak belirlenebilir (Caceis Investor Services, 2010: s. 54). ABD yatırım bankaları için üç taraflı repo anlaşmalarında ve genel olarak repo işleminde teminat konusu

olabilecek menkul kıymetleri belirleyen Choudry (2002: s. 112, 122) de ülkemizdeki repo işlemlerinde kullanılan araçlara ilaveten; para piyasası araçları, mevduat sertifikası, teminat mektubu, hisse senedi, ADR (Amerikan Depo Sertifikası), varant, eurobond (ve diğer şirket ve uluslararası borçlanma araçlarının), varlığa ve ipoteğe dayalı tahvillerin de repo işlemine konu olabileceğine yer verilmiştir.

Bu çerçevede, ülkemizde gerçekleştirilen repo işlemlerinde kullanımı bulunmayan söz konusu araçlar arasında yer alan varant, teminat mektubu, eurobond ve hisse senedi gibi araçların (teminat konusu olabilecek finansal ürün bazında bir düzenleme stratejisi geliştirmek ve işlem güvenliğini gözetmek kaydıyla) repo konusu edilmesinin sermaye piyasalarının derinlik ve likiditesinin gelişmesine katkı sağlayabileceği düşünülmektedir (bkz. Ranciere, 2002:s.20).

Söz konusu araçlar içinde güncelliği nedeniyle hisse senedine dayalı repo işlemlerinin konumu dikkat çekicidir. Hisse senedine dayalı repo işlemlerinin ağırlıklı olarak gelişmiş finansal piyasalarda uygulandığı görülmektedir. Bunun altında yatan başlıca nedenler; söz konusu piyasalarda küresel kriz sonrasında ortaya çıkan finansman gereksinimi, anılan piyasalardaki sabit getirili araç ve hisse senedi piyasalarının likidite ve derinlik açısından daha gelişmiş olması ve finansal mühendislik uygulamalarının anılan piyasalarda ortaya çıkması olarak özetlenebilir.

Öte yandan, hisse senetlerinin likit, şeffaf ve fiyat bilgisinin hazır olması hisse senedine dayalı reponun etkinliğini artırmaktadır. Küresel kriz sürecinde yapılandırılmış finansal araç piyasalarının çökmesinin de etkisiyle yeni bir finansman aracı olarak hisse senedine dayalı repo işlemlerine yönelik talebin arttığı gözlenmektedir (Caceis Investor Services, 2010: s. 12, 54). Yurt dışı piyasalara kayan hisse senedi ödüncü işlemlerinin yurt içinde geliştirilmesi (bkz. Coşkun, 2010b: 82), uzun vadeli hisse senedi portföyü taşıyan oyunculara ilave gelir kaynağı yaratılması ve repo konusu teminatların çeşitlendirilmesi amaçlarıyla hisse senetlerine dayalı repo işlemlerinin ülkemizde de yapılabileceği düşünülmektedir.

Hisse senedine dayalı repo uygulamasına yönelik en önemli eleştiri teminat konusu hisse senetlerinde yaşanabilecek değer kayıplarının repo işlemlerinin güvenliğini olumsuz yönde etkilemesi olasılığıdır. Söz konusu değer kayıplarının finansal baskı ve kriz dönemlerinde daha da artması beklenebilecek bir durumdur. Bununla birlikte sermaye piyasalarının bir bütün olarak dalgalanmalara açık olduğunu belirtmek gereklidir. Nitekim ülkemizde yaşanan 2000-2001 krizinde repo işlemlerinin temel teminatını teşkil eden DİBS'lerin faiz oranlarında ve değerinde olağanüstü dalgalanmaların yaşandığı görülmüştür. Söz konusu duruma ilişkin olarak Jiang, Nancy ve Law (2002: s.108-109), Arjantin, Brezilya, Rusya ve Türkiye gibi gelişen ekonomilerde yaşanan krizlerde borçlanma piyasasının dalgalanmayı azaltamadığını, tam aksine ilk çöküş yaşayan ve bulaşıcılık etkisinin yayılmasına neden olan başlıca sektör olduğunu belirtmektedir.

Teminat konusu hisse senetlerinde yaşanabilecek değer kayıplarından doğabilecek risklerin öngörülü bir teminat yönetimi ile asgariye indirilmesi mümkündür. Bu bağlamda hisse senedi reposuna ilişkin teminat yönetimi sürecinde; piyasa riskine oranla göreli riski düşük hisse senetlerinin repo işlemine konu olmasının (bkz. Choudry, 2002: s. 123), söz konusu hisse senetlerinin muhafazakâr bir yaklaşımla (göreli yüksek iskonto oranları çerçevesinde) günlük olarak değerlenmesinin,[30] özellikle olağan dışı piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değer kayıplarına yönelik aşırı teminatlandırma yapılmasının bir seçenek olarak bulunmasının ve menkul kıymet ödüncüne ilişkin (teminat tamamlama çağrısı ve teminat

tamamlanması gibi) ilkelerin hisse senedi reposuna da uygulanmasının tekil/sistemik risk yönetiminde etkili olabileceği düşünülmektedir.

4.4. Tezgah Üstü Repo İşlemleri ve Riskler

3.4.1. Küresel Kriz, Tezgâh Üstü İşlemler ve Repo Riskleri

Repo işlemlerinden kaynaklanan başlıca riskler; kredi riski, yasal risk, piyasa riski, likidite riski ve operasyonel risk olarak belirlenebilir (Choudry, 2002: s. 263 vd.). Tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerde söz konusu riskler artma eğilimi gösterebilmektedir.

Tezgah üstü piyasa işlemlerinin; sürekli olmaması, günlük olarak değerlenmemesi ve işlemlere ilişkin değerlemede özel muhasebe ilkelerinin kullanılması işlemlerin likiditesinin azalmasına/piyasa risklerinin artmasına neden olabilmektedir. Bu kapsamda, makul değer yaklaşımına göre değerlemenin yapıldığı, tezgah üstü türev veya repo benzeri işlemlerde değeri belirleyen modelin verilerinin piyasa koşullarında gözlenememesi de dikkat çekicidir (Basel Committee on Banking Supervision, 2010: s. 40). Tezgah üstü repo işlemlerine tezgah üstü türev işlemleri içinde istatistiki olarak doğrudan yer verilmemekle (bkz. Bank for International Settlements, 2011) ve işlem hacmi tam olarak bilinememekle birlikte, tezgah üstü repo işlemlerinin küresel ölçekte önemli boyutlarda olduğu tahmin edilmektedir (bkz. Gorton ve Metrick, 2010: s. 10-12). Bu bağlamda ABD bankacılık sektörünün büyüklüğü 10 trilyon dolar iken, repo piyasasının büyüklüğünün 12 trilyon dolar olduğu tahmin edilmektedir (Gorton, 2010: s. 170).

Küresel kriz sürecinde yaşanan finansal başarısızlıklarda repo işlemlerini de içeren tezgah üstü işlemlerde kullanılan değerleme yaklaşımlarının, finansal varlıkların teminat kalitesini gerçekçi biçimde ölçemediği gözlenmiştir. Teminatlı finansal işlemlere ilişkin değerleme ve teminat yönetimi süreçlerinde ortaya çıkan söz konusu yapı küresel krizin nedenleri arasında kabul edilmektedir (bkz. Coşkun, 2011). Bu bağlamda Gorton ve Metrick (2010: s. 4, 25-29) eşik altı ipotek kredileri sektöründeki sorunların sistemik bir krize dönüşmesinin en önemli nedeninin (diğer kısa vadeli teminatlı borçlanma piyasaları/araçları ile birlikte) repo piyasasında yaşanan tahaccüm (teminatların nakde çevrilmek istenmesi-YC) olduğunu ileri sürmektedir. Bu bağlamda küresel kriz sürecinde Lehman Brothers'ın iflas etmesinin repo işlemlerine hücumun başlamasına neden olduğunun altı çizilmektedir. Bu süreçte, ABD repo piyasasındaki oyuncuların risklerinin tam olarak bilinememesi belirsizlikleri artırmıştır. Piyasada dalgalanmanın artması ile birlikte repo teminatlarındaki iskonto oranlarının yükseltilmesi ise bankacılık sistemindeki büyük ölçekli mevduat çekişlerini tetiklemiştir. Kriz sürecinde repo işlemlerindeki teminatların satılması ise; varlık fiyatlarının düştüğü, teminat değerlerinin azaldığı, iskonto oranlarının daha da yükseldiği ve dolayısıyla iflas kaygılarının arttığı bir döngünün doğmasına neden olmuştur.

Dolayısıyla, küresel finansal krizde repo işlemlerinin önemli bir payının bulunduğu ve repo piyasalarının krizlere zemin hazırlayabileceği ileri sürülmektedir (bkz. Gorton, 2010: s. 173).

4.4.2. Ülkemizde Tezgahüstü Repo İşlemlerinin Riskleri ve Düzenleme Gereksinimi

İMKB işlemleri ağırlıklı olarak tahvil ve bono piyasasında ve bu piyasa bünyesinde de repo ve ters repo pazarında gerçekleşmektedir. Nitekim aşağıda yer verilen SPK (2010: s. 30) verilerine göre, 2009 yılında tahvil ve bono piyasasında gerçekleşen toplam işlem hacmi,

3.400 milyar TL ve söz konusu piyasada gerçekleşen repo ve ters repo işlem hacmi 2.983 milyar TL iken, hisse senedi piyasası toplam işlem hacmi 482,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 4: İMKB'de Hisse Senedi, Kesin Alım Satım ve Repo Toplam İşlem Hacmi (2003-2009) (milyar TL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hisse Senedi TİH*	146,6	208,4	269,9	325,1	387,8	332,6	482,5
Kesin Alım ve Satım TİH (1)	213	373	481	382	364	301	417
Repo İşlemleri TİH (2)	1.041	1.551	1.860	2.539	2.571	2.935	2.983
Tahvil ve Bono Piyasası TİH (1+2)	1.254	1.924	2.340	2.921	2.935	3.236	3.400

*TİH: Toplam işlem hacmi. Kaynak: SPK (2010: s. 30, 35).

Klasik repo işlemlerinin gerçekleştiği İMKB repo ve ters repo pazarı dışında; 17.12.2010 ve 07.01.2011 tarihlerinde faaliyete geçen menkul kıymet tercihli repo pazarı[31] ve bankalararası repo ters repo pazarında[32] da repo işlemleri gerçekleştirilmektedir.[33]

Tablo 5'de yer aldığı üzere, repo ve ters repo işlemleri ağırlıklı olarak organize piyasa niteliğindeki İMKB bünyesinde gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda 2005 yılında gerçekleşen 2.196 milyar TL büyüklüğündeki repo işleminin %84,7 si organize piyasada gerçekleşmiştir. Söz konusu oran, 3.490 milyar TL büyüklüğünde repo işleminin gerçekleştiği, 2009 yılında ise % 85,4 olmuştur. 2005-2010 döneminde, tabloda repo (tescil) olarak ifade edilen, borsa dışı piyasada gerçekleşen repo işlemlerinin borsada gerçekleşen işlemlere oranı ise sırasıyla % 15,3; %16,6; %15,9, %13,8, %14,5 ve % 13 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 5: İMKB'de Borsa İçi ve Dışı Kesin Alım Satım ve Repo-Ters Repo İşlemleri (2005-2010) (milyar TL)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kesin Alım Satım (Tescil)	230	201	240	208	207	252
Kesin Alım Satım (İMKB)	481	382	364	301	417	446
Kesin Alım Satım Toplam	711	583	604	509	624	698
Repo (Tescil)	**336**	**505**	**486**	**472**	**507**	**458**
Repo (İMKB	1.860	2.539	2.571	2.935	2.983	3.012
Repo (Toplam)	2.196	3.043	3.057	3.408	3.490	3.471

Kaynak: TSPAKB (2010: s. 52 ve 2011: s. 51).

İMKB dışında gerçekleştirilen sabit getirili menkul kıymet (SGMK) işlemlerinin İMKB'ye tescil ettirilmesi ile oluşan ve aracı kuruluşların İMKB piyasası haricinde ağırlıklı olarak müşterileri ile yaptıkları işlemleri gösteren tescil işlemleri, tezgahüstü piyasaların gelişimi hakkında bilgi verebilmektedir (TSPAKB, 2002: 32 ve TSPAKB, 2003: 45). Bu kapsamda, 2001 yılının ilk iki ayında günlük olarak ortalama 8,5 milyar dolar olan tezgâh üstü SGMK işlem hacmi, 2001 yılı sonuna doğru 1,5 milyar dolar seviyesine gerilemiştir (TSPAKB, 2002: s. 33). Yüksek vergi oranlarının caydırıcılığı ve Merkez Bankasının yeni para politikası doğrultusunda kısa vadeli faizleri enflasyon beklentilerini gözeterek belirlemesi nedeniyle, repo tescil işlemlerinin toplam repo işlemlerindeki payı 2001 yılına göre 2002 yılında %53'ten %36'ya gerilemiştir. (TSPAKB, 2003: s. 45-46). Öte yandan, 2003 yılı sonrasındaki göreli istikrarlı ekonomik koşulların da etkisiyle, 2010 yılı itibarı ile tescil işlemlerinin günlük ortalama repo işlem hacmi içindeki payının % 13'e kadar gerilediği gözlenmiştir (bkz. TSPAKB, 2011: s. 54).

Ülkemizdeki repo işlemlerinin ağırlıklı olarak organize piyasada (İMKB) yapıldığı, söz konusu işlemlerin önemli ölçüde gecelik repo olduğu ve gecelik repo işlemlerinin teminat sürdürülmesine ilişkin işlem gerektirmediği (bkz. Gray, 1998: s. 13) hususları dikkate

alındığında; ülkemizde repo işlemlerinden kaynaklanabilecek risklerin göreli olarak sınırlı olabileceği sonucuna varılabilir.

2000-2001 krizi ve küresel krizde yaşanan sorunlar temelde farklı olmakla birlikte; yukarıda yer alan veriler ışığında diğer piyasalardaki sorunların ve gelişmelerin repo piyasalarını da etkileyebileceği görülmektedir.[34] Bu kapsamda, yukarıda da yer verildiği üzere, 2000-2001 krizi döneminde tezgah üstü repo işlemlerinde görülen hızlı büyüme dikkat çekicidir. Yüksek repo faiz oranları ile yatırımcıların nakdinin tezgah üstü repo piyasalarında değerlendirilmesinin söz konusu dönemde bankacılık risklerini önemli ölçüde artırdığı bilinmektedir.[35]

Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında GOÜ'de tezgah üstü işlemlerin yeterince gelişmediği ve karmaşık olmadığı görülmektedir. Nitekim küresel kriz sürecinde GOÜ'de tezgah üstü işlemlerden kaynaklanan önemli risklerle karşılaşılmadığı gözlenmiştir (IOSCO, 2010: s. 45). Bununla birlikte küresel kriz sürecinde tezgah üstü işlemlerde yaşanan riskler, tezgah üstü repo işlemlerinde de risk yönetim kurallarına dikkat edilmesinin önemli olduğunu ortaya çıkarmıştır.[36]

Çalışmanın 2 nci bölümünde de değinildiği üzere, TCMB Repo Genelgesi'ne[37] göre tezgah üstü piyasada gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kaldıraç kullanabilme imkanı bulunmaktadır. Buna göre, yetkili kuruluşların kendi aralarında gerçekleştirdikleri repo ve ters repo işlemlerinde depo edilecek menkul kıymetlerin tutarları kurumlar arasında kararlaştırılmaktadır. Menkul kıymetlerin nominal değerlerinin belirlenmesinde ise; TCMB tarafından Resmi Gazete'de fiyatları ilan edilen DİBS'ler ve gelir ortaklığı senetleri için işlem günü için geçerli birim fiyatlarının ve diğer kıymetler için ise borsada belirlenen fiyatların %50 eksiğinin alındığı görülmektedir. Bu bağlamda, resmi verisi bulunmamakla birlikte, ülkemizde tezgâh üstü repo işlemlerinde teminat oranlarının düşük olarak belirlenebilmesinin finansal aracıların risk ve karlılık yönetiminde reponun önemini artırdığı söylenebilir.

Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ'de repo işlemlerinde (teminatların değerlemesi, eksik teminat tutarının belirlenmesi ve teminat tamamlama süreci gibi unsurları bulunan) teminat yönetimine ilişkin düzenlemelerin bulunmaması dikkat çekicidir. Bununla birlikte, repo işlemlerinin ikincil düzenlemelerinin yer aldığı İMKB mevzuatında, borsada gerçekleşecek repo işlemleri bağlamında teminat yönetimine ilişkin ayrıntılı düzenlemelere yer verildiği görülmektedir. Dolayısıyla organize piyasada gerçekleşen repo ve ters repo işlemlerine yönelik teminat yönetimi ilkelerinin uygulamada bulunduğu düşünülebilir. Bununla birlikte, mevcut repo düzenlemelerinde teminat yönetimine ilişkin ayrıntılı düzenlemelere yer verilmemesinin tezgâh üstü repo işlemlerinden doğabilecek risklerin yönetilmesi bağlamında sorunlara neden olabileceğini söylemek mümkündür. Öte yandan, özellikle finansal baskı ve kriz dönemlerinde yetkili kurumların tezgâh üstü piyasada gerçekleştirdikleri işlemlerin düzenleyici ve denetleyici kurumlarca takip edilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Ayrıca tezgâh üstü piyasada yatırımcılar ile gerçekleştirilen işlemlerin de piyasa güvenliği ve yatırımcıların korunması bağlamında etkin gözetime konu edilmesi gerekmektedir. 1982 ve 1994 krizlerinde özellikle aracı kurumlarda gözlenen açığa repo[38] (yetersiz teminatlandırmaya dayalı veya teminatsız repo) işlemleri de aynı konuyu gündeme getirmektedir.

Dolayısıyla, özellikle tezgah üstü repo işlemlerindeki teminatlandırma yapısından kaynaklanabilecek risklerin asgariye indirilmesi amacıyla; TCMB Genelgesi ve Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ'in gözden geçirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.Bu kapsamda, SPK tarafından yayımlanan Seri: V, No: 65 sayılı Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme

İşlemleri Hakkında Tebliğ'de yer alan teminat yönetimine ilişkin düzenlemelerin (bkz. md 17-sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemlerinde özkaynak ve özkaynağın korunması ve Md 18-özkaynak tamamlama bildirimi) tezgah üstü repo ve ters repo işlemlerinin teminat yönetimine ilişkin ilkelerinin belirlenmesinde dikkate alınması mümkündür.

Öte yandan, repo ve ters repo işlemlerinin finansal tablolarda gösterimi de risk yönetimi açısından önem taşımaktadır. Aracı kurumların repo ve ters repo işlemlerini (Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ 13. md. çerçevesinde) bilanço dışı hesaplarda izlediği[39] dikkate alındığında; özellikle tezgah üstü repo işlemlerinin aracı kurumların bilanço dışı risklerini artırabileceği düşünülebilir. Nitekim küresel kriz sürecinde ve onun öncesindeki şirket skandalları döneminde ortaya çıkan finansal başarısızlıklarda bilanço dışı risklerin önemli bir payının bulunduğu bilinmektedir. Bu belirlemeler ışığında, repo işlemlerinin aracı kurum finansal tablolarında gösterimine yönelik düzenleyici çerçevenin de gözden geçirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.[40]

5. Sonuç

Repo ve ters repo işlemleri; teminata dayalı borçlanma yoluyla finansal aracıların göreli düşük maliyetle nakit/kıymet temin etmesini sağlamakta ve bireysel/kurumsal yatırımcılara da ilave finansal araç/getiri ve risk yönetimi olanakları sunmaktadır.

Bu çalışmada ülkemizdeki repo piyasasının düzenleme ve denetim tarafındaki sorunlarına; piyasanın işleyiş mantığı ve finansal başarısızlık dersleri ışığında çözümler üretilmesi amaçlanmıştır. Repo mevzuatına yönelik düzenleme felsefesinde 1982 Banker Krizi'nin etkilerinin bulunması nedeniyle çalışmada, repo işlemleri açısından Banker Krizi'nin gelişim koşulları ve sonuçları da incelenmiştir.

1980 sonrasında gözlenen hızlı ve kontrolsüz serbestleşme Banker Krizi'nin ortaya çıkmasının başlıca nedenleri arasındadır. Kriz firma/sistem ölçeğindeki riskleri disipline edici süreçler açısından incelendiğinde, batan banka ve bankerlerde önemli öz disiplin sorunlarının ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Banker Krizi'nde İmar Bankası, Enron, WorldCom gibi örneklere benzer sahteciliklerin finansal başarısızlıkların ortaya çıkmasında etkili olduğu görülmektedir. Piyasa disiplininin, mekanizma olarak zayıf olması nedeniyle etkili bir rol oynayamadığı söz konusu yapıda, resmi disiplin sistemindeki sorunlar da dikkat çekicidir.

Banker Krizi'nin önemli sonuçları arasında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yayımlanması, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması ve repo işlemlerinin yasaklanması da yer almaktadır. Kriz sonrasında tedricen yapılan değişiklikler ile birlikte repo işlemleri serbest bırakılmıştır.

Banker Krizi sonrasında, 1994 krizinde de repo işlemlerine bağlı finansal başarısızlıklar ortaya çıkmakla birlikte; 2000-2001 krizinde İMKB'de gerçekleşen repo işlemlerinde dikkat çekici tekil/sistemsel bir piyasa başarısızlığının ortaya çıkmadığı gözlenmiştir.

Küresel kriz sürecinde teminata dayalı işlemlerde ortaya çıkan ve teminatların kısmen/ tamamen karşılıksız kalmasına dayalı sorunların finansal aracılarda yaşanan ve sonu iflasa dek uzanan finansal başarısızlıklarda etkili olduğu görülmüştür. Bu nedenle, küresel kriz dersleri ve son gelişmeler ışığında repo piyasalarındaki risklerin/gelişmelerin belirlenerek, ülkemiz repo piyasalarına yönelik politika önerilerinde bulunulmasının önem kazandığı düşünülmektedir. Bu kapsamda çalışmamızda ulaşılan sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

(i) Ülkemizde açığa satış ve menkul kıymet ödüncü piyasaları az gelişmiştir. Bu nedenle finansal aracıların sabit getirili araçlar piyasasındaki risk ve karlılık yönetiminde en temel aracı repo piyasasıdır. Dolayısıyla, repo piyasasında araç çeşitliliğinin, işlem güvenliğinin ve risk yönetim sistemlerinin geliştirilmesinin ülkemiz sermaye piyasalarının gelişmesine önemli katkılarının olacağı görülmektedir.

(ii) Repo ve ters repo faaliyetinin sermaye piyasası mevzuatında sermaye piyasası işlemi olarak tanımlanması; bankacılık açısından genel düzenleme/denetim otoritesi olan BDDK ile, repo işlemi/faaliyeti bağlamında düzenleme otoritesi olan SPK arasında, bir yetki-sorum karmaşasına neden olma olasılığını gündeme getirmektedir. Repo Genelgesi kapsamında bankaların repo işlemlerine ilişkin düzenleme denetim çerçevesinin TCMB tarafından belirlenmesi ise mevcut durumu daha da karmaşıklaştırmaktadır.

(iii) Ülkemizde kamu kurumları arasındaki eşgüdüm sorunlarının çeşitli finansal başarısızlıkların ortaya çıkmasında etkili olan unsurlar arasında olduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda özellikle İmar Bankası'nda yaşanan finansal başarısızlıklarda kamu kurumları arasındaki eşgüdüm sorunlarının da etkili olduğu söylenebilir. Repo işlemlerinin para ve menkul kıymet piyasaları ile birlikte, söz konusu piyasalardaki düzenleyici ve denetleyici kurumları (SPK, TCMB ve BDDK) da ilişkili hale getirdiği görülmektedir.Bu çerçevede düzenleme ve denetleme açısından repo işlemlerinin söz konusu piyasalarla ilişkili kamu kurumlarının işbirliğinde yeniden değerlendirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

(iv) Repo konusu olabilecek menkul kıymetlerin hisse senedi/varant/ eurobond/ teminat mektubu gibi araçları da kapsayacak biçimde genişletilmesinin; finansal aracıların likidite, risk ve karlılık yönetimine olumlu katkılarının olabileceği düşünülmektedir. Söz konusu araçlar içinde güncelliği nedeniyle hisse senedine dayalı repo işlemlerinin konumu dikkat çekicidir.

Hisse senedine dayalı repo uygulamasına yönelik en önemli eleştiri; teminat konusu hisse senetlerinde yaşanabilecek değer kayıplarının repo işlemlerinin güvenliğini olumsuz yönde etkilemesi olasılığıdır. Teminat konusu hisse senetlerinde yaşanabilecek değer kayıplarından doğabilecek risklerin öngörülü bir teminat yönetimi ile asgariye indirilmesi mümkündür.Bu bağlamda hisse senedi reposuna ilişkin teminat yönetimi sürecinde; piyasa riskine oranla göreli riski düşük hisse senetlerinin repo işlemine konu olmasının, söz konusu hisse senetlerinin muhafazakâr bir yaklaşımla (göreli yüksek iskonto oranları çerçevesinde) günlük olarak değerlenmesinin, özellikle olağan dışı piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değer kayıplarına yönelik aşırı teminatlandırma yapılmasının bir seçenek olarak bulunmasının ve menkul kıymet ödüncüne ilişkin (teminat tamamlama çağrısı ve teminat tamamlanması gibi) ilkelerin hisse senedi reposuna da uygulanmasının tekil/sistemik risk yönetiminde etkili olabileceği düşünülmektedir.

(v) Tezgâh üstü piyasada yatırımcılar ile gerçekleştirilen işlemlerin piyasa güvenliği ve yatırımcıların korunması bağlamında etkin gözetime konu edilmesi gereklidir. Ayrıca özellikle finansal baskı ve kriz dönemlerinde yetkili kurumların tezgâh üstü piyasada gerçekleştirdikleri işlemlerin de düzenleyici ve denetleyici kurumlarca takip edilmesi önemlidir. Küresel kriz sürecinde yaşanan finansal başarısızlıklarda repo işlemlerini de içeren tezgah üstü işlemlerde kullanılan değerleme yaklaşımlarının finansal varlıkların teminat kalitesini gerçekçi biçimde ölçemediği ve tekil/sistemik risklerin artmasına neden olduğu gözlenmiştir. Teminatlı finansal işlemlerin değerleme/teminat yönetimi süreçlerinde ortaya çıkan söz konusu risklerin küresel

krizin nedenleri arasında olması; tezgah üstü repo işlemlerinden kaynaklanabilecek risklerin de etkin biçimde yönetilmesi gerektiğini gündeme getirmektedir.

(vi) Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ'de repo işlemlerinde (teminatların değerlemesi, eksik teminat tutarının belirlenmesi ve teminat tamamlama süreci gibi unsurları bulunan) teminat yönetimine ilişkin düzenlemelerin bulunmaması dikkat çekicidir. Öte yandan, TCMB Repo Genelgesi'ne göre ise tezgah üstü piyasada gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kaldıraç kullanabilme imkanı bulunmaktadır. Buna göre, yetkili kuruluşların kendi aralarında gerçekleştirdikleri repo ve ters repo işlemlerinde depo edilecek menkul kıymetlerin tutarları kurumlar arasında kararlaştırılmaktadır. Dolayısıyla mevcut repo düzenlemelerinde teminat yönetimine ilişkin ayrıntılı düzenlemelere yer verilmemesinin tezgâh üstü repo işlemlerinden doğabilecek risklerin yönetilmesi bağlamında sorunlara neden olabileceğini söylemek mümkündür.

Bu kapsamda, tezgah üstü repo işlemlerine ilişkin mevcut düzenlemelerin söz konusu işlemlerden doğabilecek risklerin asgariye indirilmesi amacıyla gözden geçirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

Açıklayıcı Notlar

[1]*Repo işleminin karşılaştırmalı avantajlarına ilişkin bir tartışma için bkz. Gray (1998: s. 5 vd.)*

[2]*Tartışmalara örnek olarak bkz. Reisoğlu (1992), Doğanay (2003), Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 31.03.1993 gün ve E.1992/19-786.K.1993/12 sayılı kararı,Danıştay 4. Dairesi'nin 13.06.2000 tarih ve E:2000/1856 sayılı ve 06.12.2000 tarih ve E: 2000/1856 sayılı kararları. Bu bağlamda Doğanay (1993: s. 41) repo işleminin tam anlamıyla bir sermaye piyasası işlemi sayılması gerektiğini ve Choudry (2002: s. 70) ise reponun temelde para piyasası aracı olduğunu belirtmektedir. Arslan (2005: s. 44-45) ise uluslar arası piyasa uygulamalarında repo işlemlerinin yatırımcılar tarafından bir para piyasası aracı olarak değerlendirildiğini vurgulamaktadır. AB'nin 2004/39/EC sayılı MiFID (Markets in Financial Instruments) direktifinde ise repo-ters repo işlemlerinin açıkça sermaye piyasası işlemi olduğu belirtilmemekle birlikte, ödünç menkul kıymet işlemleri ile ilgili olarak yatırımcılara yönelik kamuyu aydınlatma yapılması gerektiği belirtilmektedir.*

[3]*Uluslararası piyasalarda uygulanan repo sözleşmelerinde yer alan kurum ve tanımlar için bkz. TBMA/ ISMA Global Master Repurchase Agreement (Erişim Adresi: http://archives1.sifma.org/agrees/ global_master_repurchase_ agreement.pdf).*

[4]*Sermaye piyasası mevzuatına göre aracı kurum ve bankaların repo işlemlerini yapma yetkisi bulunmaktadır. Arslan (2005: s. 34) ABD repo piyasalarında, finansal kuruluşların yanı sıra şirket ve belediyelerin de repo işlemleri gerçekleştirmelerinin mümkün olduğunu belirtmektedir. Ülkemizde şirketler kesiminin önemli ölçüde DİBS portföyünün bulunduğu dikkate alındığında, bu tür bir yetkinin şirketler kesimine de tanınmasının incelenmeye değer bir konu olduğu düşünülmektedir.*

[5]*Ülkemizde repo piyasalarının başarılı olması ve bankaların likidite gereksiniminin giderilmesine ilişkin bir değerlendirme için bkz. Kurdoğlu, Tüzün ve Yüksel (2010: s. 18-19).*

[6]*Kaldıraç kullanımının çeşitli riskleri de beraberinde getirdiğini belirtmekte fayda vardır. Örneğin LTCM (Long Term Capital Management) isimli serbest fonun işlemlerinde kaldıraç etkisi; türev işlemler, açığa satışlar, repo işlemleri ve doğrudan finansman ile sağlanmaktaydı. Söz konusu işlemlerde kredi değerine uygun ve gelecekte maruz kalınabilecek riskleri de dikkate alan teminatlandırmanın yapılamaması (The President's Working Group on Financial Markets, 1999: s. 7,13) anılan serbest fonda ortaya çıkan finansal başarısızlığın önemli nedenleri arasında yer almaktadır.*

[7]*Repo konusu kıymetin mülkiyetinin geri alım taahhüdü çerçevesinde belli bir vadeyle işlemin karşı tarafına devredilmesi repo işleminin asli unsurudur. Söz konusu işlem finansal ve hukuksal olarak satış işlemi değildir. Muhasebe ve finansal tablolarda da bu esasa uygun gösterimin yapılması gereklidir. Repo işleminin satış işlemi olarak gösterilmesine dayalı bir muhasebe usulsüzlüğü ile, varlıklarını bilanço dışına çıkararak mali durumunu olduğundan daha iyi gösterdiği iddia edilen ve küresel finans krizinde iflas eden Lehman Brothers'ın "Repo 105" isimli hesabında gerçekleştirdiği işlemlere ilişkin olarak bkz. (Report of Anton R. Valukas, 2010).*

[8]*Bir karşılaştırma yapmak gerekirse, hisse senedinin ödünç verilmesi işleminde ödünç veren menkul kıymeti devrettiği için oy hakkına sahip değildir. Bununla birlikte menkul kıymet üzerindeki ekonomik sahipliğin devam etmesi nedeniyle, ödünç veren fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklere maruz kalmaya devam etmektedir (ISLA, s. 2005:5).*

[9]*Zincirleme repo kurum açısından ters repo işleminde teminat olarak alınan menkul kıymetin, repo işlemine konu edilerek üçüncü tarafa devredilmesidir. Zincirleme repo teminat olarak alınan kıymete vadesi içinde likidite kazandırmaktadır. Zincirleme repo ifadesi kavramsal olarak İMKB düzenlemelerinde yer almaktadır. Piyasada benimsenen bu kavramın kaynak tanımı ise bu isme yer verilmeksizin SPK düzenlemelerinde yer almaktadır. Seri:V, No: 7 sayılı Tebliğ'in 9 uncu maddesinde "Ters repo ile alınan menkul kıymetlerin işlem tarihi ile vade arasındaki süre içinde kalmak ve vadesi geri satma vadesini geçmemek koşuluyla repo işlemi ile yeniden satılması mümkündür" denilmek suretiyle zincirleme repo işleminin mümkün olduğu ifade edilmiştir.*

[10]*Söz konusu işlemde repo konusu menkul kıymet, işlemi gerçekleştiren finansal aracının uhdesinde saklanmaya devam edilmektedir. Teminat konusu kıymette fiziksel olarak hareket olmaması, takas maliyetlerinin ortaya çıkmasına engel olmaktadır (Choudry, 2002: s. 113).*

[11]*Üç taraflı repolarda piyasa oyuncuları repo işleminin altyapıya ilişkin bölümünün yönetimini temsilci bir kuruma vermekte ve iki taraf bağımsız bir temsilci aracılığıyla teminat karşılığı nakit değişimi anlaşması yapmaktadır (Bankacılar Dergisi, 2003: s. 76).*

[12]*Ülkemizdeki sermaye piyasası işlemlerinde genel bir işlem biçimi olarak gözlenmemekle birlikte, söz konusu işlem biçimi menkul kıymet ödüncünün teminat mektubuna dayalı olması halinde ortaya çıkmaktadır.*

[13]*Dövize dayalı repo işleminde teminat konusu kıymet ve nakit farklı para birimlerinden olmaktadır (Choudry, 2002: s. 115).*

[14]*1964 yılında "Sermaye Piyasasının Tanzimi ve Teşviki Hakkında Kanun Tasarısı" hazırlanmış, Maliye Bakanlığı bu tasarı üzerinde bazı değişiklikler yaparak 1967 yılında Hükümete, Hükümet tarafından da TBMM'ye sunulmuştur. Maliye Bakanlığı 1970 yılında yeni bir tasarı hazırlamış bu tasarı üzerinde 35 no'lu Geçici Komisyon köklü değişiklikler yaparak 1972 yılında Meclis Başkanlığı'na sunmuştur (Arı, 1996: s. 54).*

[15]*Kazgan (2005: s. 208-209) de1982 başında önce "küçük bankerlerin" iflası ile başlayan büyük çöküşün Kastelli ve Meban gibi büyük bankerlerin de batmasıyla sürdüğünü, bunları Hisarbank, Odibank, İstanbul Bankası, İşçiKredi Bankası, BağBank gibi bir dizi küçük boyutlu bankanın izlediğini belirtmektedir.*

[16]*1989 yılında 32 sayılı kararda yapılan değişiklikler sonrasında gözlenen sıcak paraya dayalı ekonomik yönetim anlayışının da etkisiyle ortaya çıktığı düşünülen 1994 ve 2000-2001 krizleri, 1982 Krizi'nden çıkan derslerin yeterince dikkate alınmadığını düşündürmektedir.*

[17]*Türkiye'nin dışında pek çok ülke benzer deneyimlerle karşılaşmıştır. Çin'in pazar ekonomisine geçişteki dikkatli adımlarının aksine, Rusya'nın kontrolsüz serbestleşmesinin 1998 Rusya Krizi ile sonuçlandığı bilinmektedir. 1980'li yıllarda Latin Amerika'da yaşanan ekonomik krizler, 1997 Asya Krizi, 1980'lerin ABD'sinde yaşanan tasarruf ve yardım kuruluşları ve ticari bankalar krizinde ve son olarak küresel finansal krizde de hızlı ve kontrolsüz serbestleşmenin finansal krize zemin hazırlayan bir unsura dönüşebildiğini gözlemek mümkündür.*

[18]Betil (2002: s. 79), Kastelli'nin işlettiği paranın o dönemin döviz kuru ile 1 milyar dolar veya daha fazla olduğunu belirtmektedir.

[19]İlginç bir not olarak belirtmek gerekirse, Kastelli Deva Holding'in 150 milyon TL tutarındaki tahvilini, o dönemde enflasyonunun altında, ancak bankaların verdiği net faiz olan % 7,5'in üzerinde olmak üzere % 25 net faiz ile satmıştır. Sabancı-Koç-Profilo'nun ortak televizyon tüpü üreten TÜPKO şirketinin 5 milyon dolarlık tahvilini ihraç eden Kastelli, şirketin iflası üzerine ödemeleri üstlenmiştir (Doğru, 2008).

[20]Tebliğ'in halen yürürlükte olan Denetim ve Bilgi Verme Yükümlülüğü başlıklı 14 üncü maddesi hükmü şöyledir; "Bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde yapılan repo ve ters repo işlemleri ile, bunları yapmaya yetkili kuruluşlar, Kurul'ca denetlenir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kendi yetki ve görev alanına giren hususlara ilişkin her türlü düzenlemelere yetkili kuruluşların uygun hareket edip etmediklerini denetleme ve her türlü bilgi ve belgeyi isteme yetkisini haizdir."

[21]Konuya ilişkin olarak SPK eski başkanı Karacan (2002: s. 50-51) aşağıdaki değerlendirmelerde bulunmuştur; "Repo piyasasını düzenleme aslında Merkez Bankası'nın görev alanında olması gerekirken 3794 sayılı yasa ile 1992 yılında SPK'ya repo işlemlerini düzenleme yetkisi verilmişti. Bunun nedeni ise bazı aracı kurumlara o günkü politikacılar hayat suyu vermeyi amaçlamışlardı."

[22]Bu bağlamda TCMB (2010: s. 77) da repo ihalelerinde oluşan faiz oranlarının faizlerin yönetimi açısından önem taşıdığı ve Para Politikası Kurulu'nca takip edildiği anlaşılmaktadır. Öte yandan BDDK (2010: s. 37) da yer alan bilgiye göre; 31 Mart 2010 tarihi itibarıyla TCMB piyasa fonlamasının %40ını haftalık repo işlemleriyle, %60ını ise 3 aylık repo işlemleriyle gerçekleştirmiştir.

[23]Demirbank'ta yaşanan finansal başarısızlığın kısa vadeli finansman ve repo/bono piyasası işlemlerine ilişkin boyutu için bkz. Alper ve Öniş (2002: s. 16-17), Uygur (2001: s. 16), Keyder (2001: s. 45) ve Coşkun (2008: s. 144 vd.).

[24]Repo işlemlerinin düzenlenme ve uygulanmasındaki oyuncu/piyasa ağırlığı yapısına benzer biçimde türev işlemler de; sermaye piyasası mevzuatı tarafından düzenlenmekte, buna karşılık işlem akışı ağırlıklı olarak bankacılık kesimince gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla bankaların temel düzenleme ve denetim otoritesi BDDK iken türev işlemleri düzenleme ve denetleme yetkisinin SPK'da bulunması türev işlemlerin yetki-sorum sahasında bir karmaşaya neden olma riskini gündeme getirmektedir.

[25]Karacan (2002: s. 50-51) 1994 krizinde aracı kurumların bazılarının açığa repo yaptığını, bu yolla halktan toplanan paranın kişisel kullanıma veya hisse senedi piyasasında spekülasyon ve manipülasyona yönlendirildiğini belirtmiştir. Yazar bu tür yanlış uygulamalar sonucunda çok sayıda aracı kurumun zora düştüğünün/kapandığının altını çizerek, yatırımcıların paralarının hortumlanmasına yol açan söz konusu uygulamaların caydırılması için çeşitli uygulamalar yapıldığını vurgulamaktadır.

[26]Anılan Yasa'da öngörülen eşgüdüme yönelik yapıya ilişkin bir inceleme için bkz. Coşkun (2010c: s. 98 vd.)

[27]BDDK, SPK, TCMB ve Hazine Müsteşarlığı arasındaki yetki-sorum karmaşasının İmar Bankası'nda yaşanan finansal başarısızlıkta önemli bir etkisinin olduğu düşünülmektedir. Literatür taraması ve bir değerlendirme için bkz. Coşkun (2008: s. 152 vd.).

[28]Anılan Tebliğ'in 5 inci maddesinde yer verilen repoya konu olabilecek finansal araçlar şunlardır; devlet tahvili, hazine bonosu, banka bonosu, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı ve Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nca ihraç edilen borçlanma senetleri, mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların SPKn uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleri, menkul kıymetleri temsilen TCMB tarafından verilen makbuzlar ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca ihraç edilen borçlanma senetler karşılığı verilen makbuzlar.

[29]Repo ve ters repo konusu olabilecek menkul kıymetleri belirleyen SPK ilke kararlarının yürürlük yılı ve haftalık bülten sayısı şöyledir; 08.02.1996 tarihli ve 9/165 sayılı karar, 1996/28 sayılı karar, 19.2.1997 tarih ve 6/201 sayılı karar. Söz konusu kararlar arasında yer alan 19.2.1997 tarih ve 6/201 sayılı ilke kararında 8.2.1996 tarih ve 9/165 sayılı karara yapılan atıf uyarınca, uluslararası piyasalarda yabancı

para cinsinden ihraç edilmiş menkul kıymetler bankalar tarafından repo ve ters repo işlemlerine konu edilebilmektedir.

[30]Hisse senetlerinin repo işlemine konu edilmesinde uygulanabilecek iskonto mantığına genel bir örnek olarak bkz. Choudry (2002: s. 113). Sistemin işleyişine ilişkin olarak bkz. Fabozzi ve Mann (2005: s. 330 vd.).

[31]Organize piyasa içerisinde, tercih edilen menkul kıymetler üzerinde repo yapılmasına ve sonrasında bu menkul kıymetlerin alıcıya teslimine olanak vermektedir. Belirli bir süre için menkul kıymetin el değiştirmesine imkân veren Pazar vadeli ve spot piyasa arasında menkul kıymet akışkanlığını sağlayarak etkin faiz oluşumuna hizmet etmektedir (http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx (ve http://www.imkb.gov.tr/Libraries/duyurular/klavuz.sflb.ashxErişim Tarihi: 25 Temmuz 2011).

[32]Bankaların organize piyasa koşulları içerisinde geri alım vaadiyle satım ve geri satım vaadiyle alım işlemlerini zorunlu karşılık ayırmak zorunda olmadan gerçekleştirmelerinin sağlanması amacıyla oluşturulmuştur (http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx (Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2011).

[33]http://www.imkb.gov.tr/Markets/BondsandBillsMarket.aspx (Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2011).

[34]Bankaların mevzuattan gelen zorunluluklar ve yüksek reel getirisi nedeniyle önemli ölçüde kamu kağıdını portföylerinde bulundurmaları, faiz oranındaki artışlarla birlikte söz konusu kamu kağıtlarının fonlanmasını güçleşmesine neden olabilmektedir. Nitekim Eğilmez (2001); 2000 krizinde bankaların açık pozisyonlarını kapatacak dövizi almak için likidite talep etmesi üzerine faizlerin hızla arttığını ve faizlerde başlayan tırmanmanın yüksek miktarda Hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları hızla sıkıntıya sokmağa başladığını ve likidite sıkıntısı çeken ve ellerindeki Hazine kağıtlarını fonlamak zorunda olan bu bankaların büyük kayıplarla karşılaşmaya başladıklarını belirtmektedir.

[35]İMKB repo ve ters repo piyasasının 17.02.1993 tarihinde faaliyete geçtiği dikkate alındığında, söz konusu tarihten günümüze kadar ilgili piyasada 1994 ve 2000-2001 finansal krizlerinin yaşandığı görülmektedir.

[36]Yener Coşkun, Hülya Doğan ve İsmail Özkan tarafından oluşturulan takım çerçevesinde SPK tarafından hazırlanan ve IOSCO (International Organization of Securities Commissions) tarafından yayımlanan Gelişmekte Olan Piyasalarda Tezgâh Üstü Piyasalar ve Türev İşlemler başlıklı IOSCO (2010) raporunda küresel kriz ve tezgah üstü piyasa işlemleri arasındaki ilişki incelenmiş ve GOÜ'ye yönelik çeşitli önerilerde bulunulmuştur.

[37]TCMB repo genelgesi için, bkz. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/BANKACILIK/talimat.html (Erişim Tarihi: 23 Haziran 2011).

[38]Yetim (1997: s. 3) repo mevzuatında açığa reponun tanımsız olduğunu belirtmektedir. Kanımızca, uluslar arası repo sözleşmelerinin ve teminata dayalı borçlanma işlemlerinin sistematiği çerçevesinde, konunun kavramsal açıdan teminat yönetimi/değerlemesi bağlamında irdelenmesi gereklidir.

[39]Bilanço dışı riskler finansal kurumların bilanço dışında takip ettiği hesaplarından kaynaklanan riskler olup; türev işlem riski, repo-ters repo riski ve açığa satış risklerini de içermektedir (Breuer, 2000: s. 3). SPK'nin Seri:XI, No: 7 sayılı Aracı Kurum Hesap Planı ve Planın Kullanım Esasları Hakkında Tebliğ'de yer alan hesap planı incelendiğinde repo ve ters repo taahhütlerinden borç ve alacakların diğer nazım hesaplar (9000-9990) başlığı altında (bilanço dışında) takip edildiği görülmektedir.

[40]Bu bağlamda Delikanlı (2010) da yer verilen önerileri de dikkate alarak Seri:V, No:7 sayılı Tebliğ'in gözden geçirilmesini gündeme getirmekte fayda görülmektedir.

Kaynaklar

Akyüz, Y. (1987). Türkiye'de mali sistem aracılığıyla kaynak aktarımı: 1980 öncesi ve sonrası. B. Kuruç ve başk, Bırakınız yapsınlar bırakınız geçsinler: Türkiye ekonomisi 1980-1985 (77-97). İstanbul: Bilgi Yayınevi.

Alper, C. E. & Öniş, Z. (2002). Soft budget constraints, government ownership of banks and regulatory failure: the political economy of the Turkish banking system in the post-capital account liberalization era. Economics Working Paper, ISS/EC 02-02, Boğaziçi University.

Arı, Z. (1996). Sermaye piyasasında aracı kurumların aracılık faaliyetleri ve bundan doğan hukuki sorumluluğu. Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi.

Arslan, V. (2005, Mayıs). Teminat karşılığı menkul kıymet borç işlemlerinden reponun merkez bankaları döviz rezerv yönetimindeki yeri. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. http:// www.tcmb.gov.tr /kutuphane/ TURKCE/tezler/volkanarslan.pdf (Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2010).

Artun, T. (1987). Türk mali sistemi 1980-1984: değişim ve maliyeti. B. Kuruç ve bşk. Bırakınız Yapsınlar Bırakınız Geçsinler: Türkiye Ekonomisi 1980-1985 (s. 43-76). İstanbul: Bilgi Yayınevi.

ASOMEDYA. (2001, Mart). Türkiye'de bankacılık ve finans krizleri (s. 39-57). www.aso.org.tr/ html /TUR/asobulten/asobulten2001-03-04.pdf (Erişim Tarihi: 12 Ağustos 2010).

Bank for International Settlements. (2011, June). Quarterly Review, June. http:// www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf (Erişim Tarihi, 06.06.2011).

Bank of England. (2009). Securities lending and repo committee stock borrowing and lending code of guidance. http://www.bankofengland.co.uk/markets/gilts/stock borrowing.pdf (Erişim Tarihi: 30 Eylül 2010).

Bankacılar Dergisi. (2003, Mart). Euro alanında repo piyasasının özellikleri, 44, 69-80.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2010, Mart). Finansal Piyasalar Raporu. Sayı 17. www bddk.org.tr (Erişim Tarihi: 02 Eylül 2010).

Basel Committee on Banking Supervision. (2010, December). Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Bank for International Settlements.

Betil, İ. (2002). Hafiften bankacılık (1. Baskı). Ocak. İstanbul: Ana Yayıncılık.

Binay, Ş. & Kunter, K. (1998). Mali liberalleşmede merkez bankasının rolü: 1980-1997. Tartışma Tebliği, No. 9803, TCMB.

Boratav, K. (2006), Türkiye iktisat tarihi (10. Baskı). Ankara: İmge Kitabevi.

Breuer, P. (2000) Measuring off balance sheet leverage. Working Paper. No. WP/00/202. IMF.

Caceis Investor Services (2010). Securities Lending & Repo markets. http://www.caceis.com/ fileadmin/pdf/reference_papers_en/securities_lending.pdf (Erişim Tarihi: 16 Haziran 2011).

Caprio, Jr., G. & Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: cross country experience. No. 1620. Working Paper. World Bank.

Caprio, Jr., G. & Klingebiel, D. (2003). Episodes of systemic and borderline financial crises (Unpublished). January, World Bank.

Choudry, M. (2002). The repo handbook (1 sr ed., reprinted in 2006) .UK: Elsevier.

Choudry, M. (2006). An introduction to repo markets (3 rd ed.) UK: John Wiley&Sons.

Coşkun, Y. (2008). Bankalarda öz disiplin süreçlerinin etkinliğinin değerlendirilmesi. No: 210. Ankara: SPK Yayınları.

Coşkun, Y. (2009). Küresel kriz sürecinde yatırım bankaları ile diğer finansal aracılarda yaşanan finansal başarısızlıklar ve kamusal müdahaleler. Bankacılar Dergisi, 71 (Aralık), 23-47.

Coşkun, Y. (2010a). Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde düzenlemelerin etkisi. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 65 (4), 1-40.

Coşkun, Y. (2010b). Açığa Satışların Yasaklanması Krizi Önlemek İçin Yeterli Mi?: Küresel Kriz ve İMKB'deki Açığa Satış Politikaları. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 47 (547), 69-86.

Coşkun, Y. (2010c). Dodd–Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası Kapsamında Sistemik Risk Yönetimi ve Düzenleme İlişkisi (Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları, Ed.: İrfan Kalaycı, 1. Basım, Aralık, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım). sf: 73-114.

Coşkun, Y. (2011). OTC Markets in Emerging Economies and Turkey. Journal of Securities Operations & Custody (yayın aşamasında)

Çölaşan, E. (1984). Banker skandalının perde arkası: bankerler batıyor, Kastelli kaçıyor. İstanbul: Milliyet Yayınları.

Delikanlı, İ.U. 2010. Repo işlemlerinde finansal raporlama ve UMS 39 ve UFRS 7 değişikliğinin etkisi. İMKB Dergisi, 11: 2-29.

Doğanay, İ. (1993). Repo işleminin hukuki mahiyeti nedir. Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Dergisi C.XVII, (2), 39-51.

Doğru, N. (2008, 7 Haziran). Kastelli dizi yazısı.Vatan Gazetesi.

Endo, T. (2002, November 4). Developing efficient market infrastructure and secondary market of government bonds in developing countries, 4 th regional workshop on developing government bond markets in East Asia, Shangai, China.

Eğilmez, M. (2001). Kasım 2000 krizi üzerine. http://www.mahfiegilmez.nom.tr (Erişim Tarihi: 05 Eylül 2010).

Ertuna, Ö. (1986). Finansal kurumlar (2.Baskı). Ankara: Teori Yayınları.

Fabozzi, F.J. & Mann, S.V. (2005). Equity financing alternatives to securities lending. (F.J. Fabozzi & S.V. Mann (Eds)) Securities Lending and Repurchase Agreement, (317-333). John Wiley&Sons Inc.

Gorton, G. (2010). E-coli, repo madness, and the financial crisis. Business Economics, 45 (3), 164-173.

Gorton, G. & Metrick, A. (2010, November 9). Securitized Banking and the Run on Repo. Internet: http://ssrn.com/abstract=1440752 (Erişim Tarihi: 21 Haziran 2011)

Gray, S. (1998). Repo of government securities. Handbooks of Central Banking, No: 16, Bank of England.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (1999). Securities lending transactions: market development and implications. CPSS Publications. No. 32. July. http://cnv1. Conaval .gob .pa/englishdocs/Securities%20Lending %20Transactions%20-20Market%20DevelopmentImplications.pdf (Erişim Tarihi: 24 Ağustos 2010).

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2010). OTC markets and derivatives trading in emerging markets. Final Report, FR07/10, July. http:// www.iosco.org/library/pubdocs /pdf/IOSCOPD330.pdf (Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2010).

International Securities Lending Association (ISLA). (2005). Securities lending and corporate governance. http://www.bba.org.uk/content/1/c4/59/09/ISLA_paper.pdf (Erişim Tarihi: 28 Temmuz 2010).

Jiang, G., Nancy, T. & Law, E. (2002, June). The costs and benefits of developing debt markets: Hong Kong's experience (içinde, Bank for International Settlements, (2002, June), The development of bond markets in emerging economies. No. 11. BIS Papers. http:// www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm Erişim Tarihi: 23 Haziran 2011): 103-114.

Karacan, A.İ. (1996). Bankacılık ve kriz. İstanbul: Creative Yayıncılık.

Karacan, A.İ. (2002). Mali piyasalar üzerine denemeler. İstanbul: Creative Yayıncılık.

Kazgan, G. (2005). Türkiye ekonomisinde krizler: 1929-2001 (1. Baskı) Eylül. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Keyder, N. (2001). Türkiye'de 2000-2001 krizleri ve istikrar programları. İktisat İşletme ve Finans (Haziran), 37-53.

Kurdoğlu, Ç., Tüzün, Gürel & Yüksel, M. (2010, Kasım). Galata'dan İstimye'ye İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. Birinci Baskı. Tarih Vakfı.

Luengnaruemitchai, P. & Ong, L. L. (2005, July). An Anatomy of Corporate Bond Markets:Growing Pains and Knowledge Gains, WP/05/152, IMF Working Paper

Lumpkin, S.A. (1998). Repurchase and reverse purchase agreements (Chapter 6, Instrument of the Money Market), Richmond, VA:Federal Reserve Bank of Richmond, Virginia. 59-74.

Mihaljek, D., Scatigna, M. & Villar, A. (2002, June). Recent trends in bond markets (içinde, Bank for International Settlements, (2002, June), The development of bond markets in emerging economies. BIS Papers. No. 11. http://www.bis.org/ publ/bppdf/ bispap11.htm Erişim Tarihi: 23 Haziran 2011): 13-41.

Mohanty, M.S. (2002, June). Improving liquidity in government bond markets: what can be done? (içinde, Bank for International Settlements, (2002, June), The development of bond markets in emerging economies. BIS Papers. No. 11. http://www.bis.org/publ/ bppdf/bispap11.htm Erişim Tarihi: 23 Haziran 2011): 49-80.

Neftçi, S. (2008). Principles of financial engineering. Kanada: Elsevier Inc.

Özcan, G. B. & Çokgezen, M. (2003). Limits to alternative forms of capitalization: the case of Anatolian holding companies. World Development, 31 (12),2061–2084.

Öztürk, C. (2005). Borsa aracı kurumlarında denetim ve yatırımcının korunması. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi.

Parasız, İ. (2007). Modern bankacılık teori ve uygulama. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Ranciere, R.G. (2002, April.). Credit Derivatives in Emerging Markets, IMF Policy Discussion Paper. IMF.

Reisoğlu, S. (1992). Yeni yasal düzenleme açısından repo. Temmuz. TBB Bankacılar Dergisi.

Report of Anton R. Valukas, In Re Lehman Brothers Holdings Inc., et al. Debtors, Chapter 11 Case No. 08-13555, United States Bankruptcy Court, Southern District of New York, March 11, 2010. Internet: http://lehmanreport. jenner.com/ VOLUME%203.pdf (Erişim Tarihi: 22 Haziran 2011).

Roe, M.J. (2010, March 8), Bankruptcy's financial crisis accelerator: the derivatives players' priorities in chapter 11. http://ssrn.com/abstract=1567075 (Erişim Tarihi: 26 Eylül 2010).

Sermaye Piyasası Kurulu. (2010) Faaliyet raporu 2010. www.spk.gov.tr (Erişim Tarihi: 02 Rkim 2010).

Sermaye Piyasası Mevzuatı. (1985). Kanun yönetmelikler tebliğler ve ilgili diğer mevzuat. Yayın No:1. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

The President's Working Group on Financial Markets (1999). Hedge funds, leverage and the lessons of long-term capital management (PWG Report). Washington: Department of Treasury, Board of Governers of Federal Reserve System, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission. www.treas.gov.

Tokgöz, E. (2001). Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi. Ankara: İmaj Yayınevi.

Turner, P. (2002, June). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues, (içinde, Bank for International Settlements, (2002, June), The development of bond markets in emerging economies. BIS Papers. No. 11. http://www.bis.org/publ/bppdf/ bispap11.htm Erişim Tarihi: 23 Haziran 2011): 1-13

Türkiye Bankalar Birliği. (1998). TBB 40.yıl kitabı. Internet: http://www.tbb.org.tr (Erişim Tarihi: 04 Haziran 2010).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2008, Mart). Finansal İstikrar Raporu. Sayı: 6. www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 02 Ekim 2010).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2010, Mayıs). Finansal İstikrar Raporu. Sayı: 10. www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 06 Ekim 2010).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

(2002, Temmuz), Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2001. www.tspakb.org.tr (23/08/2010).

(2003, Nisan), Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002. www.tspakb.org.tr (Erişim Tarihi: 06 Ekim 2010).

(2010, Mayıs), Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2009. Internet: www.tspakb.org.tr (Erişim Tarihi: 06 Ekim 2010).

(2011, Mayıs), Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2010. Internet: www.tspakb.org.tr (Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2011).

Ulagay, O. (1987). Özal Ekonomisinde Paramız Pul Olurken Kim Kazandı Kim Kaybetti (1. Baskı) Ankara: Bilgi Yayınevi.

Uras, G. (2008, 4 Haziran), Kastelli öldü kastelli sistemi yaşıyor. Milliyet Gazetesi. http:// www.milliyet.com.tr/default.aspx?aType=HaberDetay&ArticleID=762605 (Erişim Tarihi: 11 Ekim 2010).

Uygur, E. (2001, 7 Nisan). Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Türkiye Ekonomi Kurumu, No: 2001/1.

Yetim, S. (1997). Repo, ters repo ve menkul kıymet ödünç işlemleri. Hazine Dergisi, Nisan, Sayı 6. http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/hazine27.pdf (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2010).