

Submission: 31.10.2019  
Acceptance: 13.06.2020

## 2008 Konut Kredisi Krizinden 10 Yıl Sonra Para ve Sermaye Piyasalarında Görünüm

Lale Aslan<sup>1</sup>  
Özlem Toplu Yılmaz<sup>2</sup>

### 2008 Konut Kredisi Krizinden 10 Yıl Sonra Para ve Sermaye Piyasalarında Görünüm

#### Öz

Bu çalışmada 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan ve daha sonra Avrupa piyasalarına yayılan konut kredisi krizinin ardından Türkiye'de yapılan para ve sermaye piyasası düzenlemelerinde söz konusu krizin etkisi ve sonuçları incelenmiştir. İnceleme 2008'den itibaren 10 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Türkiye sermaye piyasasında 2008'den sonra köklü değişiklikler olmuş ve yurtdışında yapılan düzenlemelerin etkisi ile birlikte krizin piyasayı etkilememesi için alınan önlemler de gündemde yer almıştır. Sermaye piyasasında 2012 yılında yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle birlikte bir yeniden yapılanma süreci yaşanmıştır. Söz konusu düzenlemelerin özellikle 2008 krizinde de büyük sorun teşkil eden aracı kurum sermaye yapısı ile ilgili kısımları dikkat çekmektedir. Yapılan düzenlemeler sonucunda sermaye piyasasında kurumsallaşma önem kazanmış ve yatırımcıların korunması prensibi pekiştirilmiştir. Türkiye'de para piyasalarında ise krize karşı önlemler alınmış ve yeni para politikası araçları devreye sokulmuştur. Türk Lirası ve döviz piyasalarında yaşanabilecek likidite sıkışıklığına karşı, faiz koridoru uygulaması, zorunlu karşılık oranlarında düzenlemeler, rezerv opsiyon mekanizması ve likidite yönetimi gibi para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Kriz sonrası normalleşme döneminde ve bu dönem sonrası da kriz dolayısıyla uygulamaya konulan para politikası araçları hâlâ günümüzde devam etmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** regülasyon, para politikası, ekonomik kriz, kurumsallaşma

### Outlook on Money and Capital Markets 10 Years After the 2008 Mortgage Crisis

#### Abstract

In this study, the mortgage crisis that emerged in the United States in 2008 and later in the European market was examined. The effects of the said crisis and its consequences in the money and capital market regulations in Turkey make up the framework of this study. The review covers a period of 10 years from 2008 onwards. There have been drastic changes in the capital markets after 2008, and together with the effects of the regulations made abroad, measures for the prevention of adverse effects in the Turkish market were also on the agenda. In 2012, a new restructuring process took place in the capital market upon the entry into force of the new Capital Market Law. Part of the said regulations is related to the capital structure of the intermediary institutions, which addresses a significant problem, especially during the crisis. As a result of the regulations, institutionalism gained importance in the capital market, and the principle of protecting investors was reinforced. In Turkish money markets, several measures were taken against the crisis, and new monetary policy tools were introduced. Monetary policy instruments such as interest rate corridor implementation, regulations in reserve requirement ratios, reserve option mechanism, and liquidity management have started to be used against insufficient liquidity in the Turkish Lira and foreign exchange markets. Monetary policy instruments implemented in the post-crisis normalization period and after the crisis are still continuing today.

**Keywords:** regulation, monetary policy, economic crisis, institutionalization

## 1. Giriş

2008 yılında ortaya çıkan konut finansmanı krizinin piyasalar ve genel ekonomi üzerinde etkisi yıkıcı olmuştur. Sermaye piyasası kurumları ve yatırımcılar söz konusu krizden olumsuz

<sup>1</sup> Corresponding Author. Member of Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration at Istanbul Yeni Yüzyıl University, Istanbul/TURKEY, [lale.aslan@yeniuyuzil.edu.tr](mailto:lale.aslan@yeniuyuzil.edu.tr), ORCID: 0000-0001-6227-0557.

<sup>2</sup> Member of Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of International Trade and Logistics at Istanbul Yeni Yüzyıl University, Istanbul/TURKEY, [ozlem.yilmaz@yeniuyuzil.edu.tr](mailto:ozlem.yilmaz@yeniuyuzil.edu.tr), ORCID: 0000-0001-5335-8370.

yönde etkilenmişlerdir. Türkiye ve birçok gelişmiş ülkelerde kriz konusunda para ve sermaye piyasalarını yönlendirecek pek çok önlemler alınmıştır.

Bu çalışmada, 2008 küresel kriz sonrası Türkiye’de para politikalarında ve sermaye piyasasında yapılan düzenlemeler yapılandırılmış bir şekilde incelenmiştir. Kriz konusundan kastedilen krizin oluşumunda yer alan sermaye piyasası araçları ve faaliyetleridir. Sermaye piyasasında düzenleme yapan kurumlar arasında en önemlisi Sermaye Piyasası Kurulu’dur (SPK). SPK dışında Cumhurbaşkanlığı, Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı da sermaye piyasası ile ilgili düzenlemeler yapmış, bununla birlikte Anayasa Mahkemesinin de bazı konularda sermaye piyasasını ilgilendiren kararları da bulunmaktadır. Bu çalışma kapsamına yukarıda sayılan tüm düzenleyiciler tarafından yapılan düzenlemeler dahil edilmiştir.

Çalışma; para piyasası düzenlemeleri ve sermaye piyasası düzenlemeleri olarak iki ana alandan meydana gelmektedir. Öncelikle 2008 konut finansmanı krizinin gelişimi ve krizle ilgili literatür taraması yer almaktadır. Ardından sermaye piyasası alanındaki düzenlemeler ile ilgili incelenen veriler ve izlenen yöntem hakkında bilgi verilmiş ve inceleme sonuçları sunulmuştur. 2008 yılından günümüze kadar TCMB’nin para politikalarında aldığı kararlar incelenmiş, yeni devreye sokulan para politikası araçları açıklanmıştır. Son olarak yapılan analiz ile ilgili elde edilen sonuçlar tartışılmıştır.

## 2. Literatür Taraması

Mortgage kredileri (İpotekli konut kredileri), orta gelir grubu ve alt gelir grubu ailelerin ev sahibi olmasına imkân tanıyan kredilerdir. Bir ipotegün asıl oranı (*prime rate of a mortgage*), iyi kredisini olan ve güvenilirlik geçmişi olan kişilere sunulurken, eşik altı ipotek kredileri (*subprime mortgage*) ise bu standartlara uymakta zorluk çekenler için uygun olmaktadır (Fiorillo, 2018). İpotekli konut kredileri aslında Büyük Bunalım sonrası, Amerika Bileşik Devletleri’nde orta gelir grubu ailelerin ev sahibi olması amacıyla başlamıştır. Büyük Bunalımın konut finansmanındaki yarattığı sorunlar neticesinde, konut kredilerinin finansmanı için yeni devlet kurumları yaratılmıştır. Federal Konut İdaresi (*Federal Housing Authority, FHA*), Federal Ulusal İpotek Birliği (*Federal National Mortgage Association, Fannie Mae*), ve daha sonra kurulan Emekli Askerler İdaresi (*Veterans Administration, VA*) bu kurumlar arasındadır (Baskam, 2014, ss. 86-87). Ardından 1938’de ipotek için kullanılabilir sermayeyi arttıran ikincil bir ipotek piyasası (bankaların ve diğer yatırımcıların mevcut ev kredilerini alıp satabileceği bir pazar) oluşturulmasını destekleyen Federal Ulusal İpotek Birliği (*Federal National Mortgage Association, Fannie Mae*) kuruldu.

İlk zamanlar orta gelir grubuna hitap eden konut kredilerinin kapsamı genişlemiş, zamanla düşük gelir grubuna sahip aileler de ipotekli konut kredilerinden yararlanmaya başlamıştır. Yüksek risk grubuna giren düşük gelir grubuna sahip aileler için eşik altı krediler “*subprime mortgage* (yüksek riskli borçlulara verilen krediler)” sunulmuştur. 1990’ların ikinci yarısından itibaren, *subprime mortgage* kredileri önemi hızla büyümeye başladı (Barth ve diğerleri, 2008, s. 3). Subprime krediler 1995 yılında 65 milyar Dolardan, 2003 yılında 332 milyar Dolara kadar yükseldi (Chomsisengphet ve Pennington, 2006, s. 37).

Yatırım şirketleri, subprime piyasasını artan ev fiyatları dolayısıyla çekici buluyor ve subprime kredilerinin riskini hafife alıyorlardı. Ev fiyatları 1990’larda %3’ün altında artarken, 2000 yılından 2006 yılına kadar olan süreçte yıllık %9 artış gösterdi. (Barth ve diğerleri, 2008, s. 6) Kredi geçmişine bakılmaksızın düşük gelire sahip aileleri hedef alan subprime kredilerde, faizler yükselmeye başlayınca, temerrütler ve icra yoluyla satışlar başladı (BBDK, 2008, s. 45).

Kredibilitesi düşük kişi ve kurumlara verilen bu krediler sistemdeki bankalar tarafından tahvile çevrilerek sermaye piyasasında işlem gören araçlar haline geldi (Öztürk, 2008). 1980 yılında ABD'deki mortgage kredilerinin sadece yüzde 10'u tahvile dönüşürken, 2006 yılında bu oran yüzde 56'ya çıktı (Öztürk, 2008). Krediler geri ödenmemeye başlayınca, kredi derecelendirme kuruluşları da mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirmeye başladı ve bu araçlara yatırım yapanlar, paralarını fonlardan çekmeye başladı. Bu durumda finans kuruluşları zarar etmeye başladılar. Konut piyasasında faaliyet gösteren iki devlet kuruluşu olan Fannie Mae ve Freddie Mac kurtarıldı ancak krizi tetikleyen asıl unsur, Lehman Brothers firmasının iflasını açıklaması oldu. Lehman Brothers'ın batışı ile birlikte birçok yatırım şirketi ve bankalar iflasa sürüklenmiştir:

<u>Şirket/Banka ismi</u>	<u>İflas Tarihi</u>	<u>Şirket/Banka ismi</u>	<u>İflas Tarihi</u>
Lehman Brothers	15.09.2008	Capmark Financial Group	25.08.2009
Washington Mutual	26.09.2008	Ambac Financial Group	08.11.2009
Fremont General	18.06.2008	Guaranty Financial	27.08.2009
Tribune Company	08.12.2008	BankUnited	21.05.2009
General Motors	01.06.2009	Abitibi Bowater	16.04.2009
CIT Group	01.11.2009	Charter Communications	27.03.2009
Chrysler	30.04.2009	R.H.Donnelly	28.05.2009
Thornburg Mortgage	01.08.2009	AmTrust Bank	30.11.2009
General Motor Properties	16.04.2009	Nortel Networks	14.01.2009
Lyondell Chemical	06.01.2009	Corus Bankshares	15.06.2010
Colonial BancGroup	25.08.2009	FirstFed Financial	06.01.2010

*Kaynak:* Forbes, 2010.

### 3. Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada, konut finansmanı krizinin başlangıcı olarak kabul edilen Lehman Brothers'ın battığını ilan ettiği 9 Ağustos 2008 tarihinden 31 Aralık 2018'in sonuna kadar geçen süre içerisinde sermaye piyasaları ile ilgili düzenlemeler incelenmiştir. İncelenen bütün düzenlemelerin türlerine göre dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 1.** İncelenen Düzenlemelerin Türlerine Göre Dağılımı

<u>Düzenleme Türü</u>	<u>Sayısı</u>
Anayasa Mahkemesi Kararı	3
Bakanlar Kurulu Kararı	8
Kanun	13
Kararname	2
Statü	3
Yönetmelik	115
Tebliğ	239
SPK İlke Kararı	209
TCMB Kararı	1
SPK Duyurusu	46

İnceleme sırasında kriz konusu ile aynı konuda olan düzenlemeler „kriz ile ilgili” olarak addedilmiş, diğerleri ise kapsam dışı olarak kabul edilmiştir. Bu bağlamda söz konusu süre içerisinde sermaye piyasasında toplam 639 adet düzenleme yapılmıştır. Düzenlemelerin ağırlıklı kısmı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kaleme alınmıştır (toplam 602 adet). SPK dışında düzenlemeler Cumhurbaşkanlığı, Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yapılmıştır.

İncelemeye Anayasa Mahkemesi'nin konu ile ilgili kararları da dahil edilmiştir. Kriz konusu ile ilgili düzenleme adedi ise 149'dur. Aşağıdaki tabloda kriz ile ilgili düzenlemelerin dağılımı verilmektedir.

**Tablo 2.** Kriz ile ilgili Düzenlemelerin Türlerine Göre Dağılımı

Düzenleme Türü	Sayısı
Bakanlar Kurulu Kararı	1
Kanun	3
Statü	1
Yönetmelik	12
Tebliğ	71
SPK İlke Kararı	49
SPK Duyurusu	12
<b>Toplam</b>	<b>149</b>

İncelenen düzenlemelerden önemli bir kısmı konusu ile ilgili ana düzenleme niteliğindedir. Geriye kalanlar ise ana düzenleme içerisinde yapılan değişikliklerdir. Tablo 3'te her iki gruba ait sayılar sunulmuştur.

**Tablo 3.** Düzenlemelerin Niteliklerine Göre Ayrılması

Düzenlemeler	Ana Düzenleme	Değişiklik	Toplam
Düzenlemelerin tamamı	113	526	639
Kriz ile ilgili düzenlemeler	26	123	149

İncelenen düzenlemelerin tamamının konularına göre dağılımı Tablo 4'te yer almaktadır. Sadece kriz konularındaki düzenlemelerin dağılımı ise Tablo 5'te verilmiştir.

**Tablo 4.** Konularına Göre Düzenlemeler

Düzenleme Konusu	Düzenleme Sayısı
Ortaklıklar	60
Borsalar	48
Hisse Senetleri	45
Yatırım Fonları	32
Gayrimenkuller	24
Kurumsal Yönetim	23
Bağımsız Denetim	19
Türev Araçlar	18
Yatırım Kuruluşları	18
Ücretler	17
Elektronik İşlemler	16
Sermaye Piyasası Suçları	15
Lisanslama	13
Muhasebeleştirme	13
Sermaye	13
Yapılandırılmış Finansal Araçlar	12
Borçlanma Araçları	11
Kamuyu Aydınlatma	11
Diğer	231
<b>Toplam</b>	<b>639</b>

**Tablo 5.** Kriz ile ilgili Düzenlemelerin Konularına Göre Dağılımı

Düzenleme Konusu	Düzenleme Sayısı
Sermaye Piyasası Araçları	61
Yatırım kuruluşları	20
Bağımsız denetim	13
Gayrimenkuller	10
Sermaye	8
Muhasebe ve Finansal Raporlama	6
Borsalar	6
Denetim	5
Kamuyu aydınlatma	3
Diğer	17
<b>Toplam</b>	<b>149</b>

#### 4. Analiz

##### *Para Piyasasına İlişkin Analiz*

###### FED'in Krize Karşı Aldığı Önlemler

2008 mortgage krizine karşı FED birtakım önlemler aldı:

- Öncelikle 2007'de faiz oranlarını 100 baz puan, Mayıs 2008'de de 325 baz puan düşürdü (Mishkin ve White, 2014: 8). Faizleri indirmesinin nedeni durgunluk ihtimaline karşı yatırım ve tüketimi teşvik etmektir (BDDK, 2008, s. 72).

- FED iskonto faiz oranlarını Federal fon hedefinden 25 baz puan altında düşürdü. Bunun nedeni likidite desteğine ihtiyaç duyan kuruluşları reeskont penceresinden kredi almaya teşvik etmektir (BDDK, 2008: 74). Ancak reeskont penceresinden sağlanan krediler yoluyla borçlanma yeterince likidite sağlamadı (Mishkin ve White, 2014, s. 8).

- FED Aralık 2007 itibariyle swap anlaşmaları yapmaya başladı. Öncelikle Avrupa Merkez Bankası ve İsviçre Ulusal Bankası ile FED'den dolar borçlanmalarına olanak sağlayabilecek swap hatları oluşturdu. Lehman Brothers'ın batışıyla, FED Japonya, Kanada, Avustralya, İsveç, Norveç, Danimarka, Yeni Zelanda, Meksika, Brezilya, Kore ve Singapur Merkez Bankalarıyla swap anlaşmaları yaptı. Döviz swap hatlarının amacı ise Libor faiz oranlarını düşürmektir. Merkez bankalarının kendi piyasalarına aktaracakları bu dolar cinsinden kaynakların Libor oranlarını düşürmesi planlanmaktaydı. Libor'u düşürme amacı ise, birçok faizin düzeyinin FED'in açıkladığı gösterge faiz oranlarına göre değil de Libor'a endeksli olması, FED'in yaptığı faiz indirimlerinin Libor'a yansımaması nedeniyle istenilen etkiyi oluşturmamasıdır (BDDK, 2008: 76).

- Ayrıca FED Vadeli İhale kolaylığı (*Term Auction Facility*) ve Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (*The Term Securities Lending Facility*, TSLF) ile piyasaya likidite sağlamaya çalışmış. Vadeli İhale kolaylığı 28 gün vadeli ve tüm kredilerin teminatlandırıldığı krediler sunarken ve Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı Programı haftalık ihaleler sunmuştur.

- FED, piyasa yapımcılarına Fannie Mae ve Freddie Mac'in konut ipotekine dayalı menkul kıymetleri (KİDMK) ve bu kuruluşlar tarafından garanti edilmeyen AAA/Aaa derecesine sahip özel şirket KİDMK'ları karşılığında Hazine kağıtları vereceğini açıklamıştır. FED, kuruluşların bilançolarındaki 200 milyar dolar tutarındaki sorunlu varlığı kendi bilançosuna aktararak hem şirketlerin bilançolarını temizlemeyi hem de piyasadaki likiditeyi Hazine kâğıdı vererek dolaylı yoldan artırmayı öngörmüştür (BDDK, 2008: 76).

- Bir finans kuruluşu olan Bear Stearns'un likidite sıkışıklığı nedeniyle, FED günlük likidite sağlayan Piyasa Yapıcısı Kolaylığı programı (*The Primary Dealer Credit Facility*, PDCF) uygulamaya geçirilmiştir. Program iskonto faiz oranı üzerinden piyasa yapımcılarına repo yoluyla gecelik fon sağlamıştır.

Dolayısıyla, Fed vade ihale kolaylığı, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı, repo işlemleri, piyasa yapımcısı kredi kolaylığı ve swap işlemleri yoluyla likidite sağlayarak, piyasalara yeniden düzen kazandırmaya sağlamıştır.

###### Avrupa Merkez Bankası'nın Krize Karşı Aldığı Önlemler

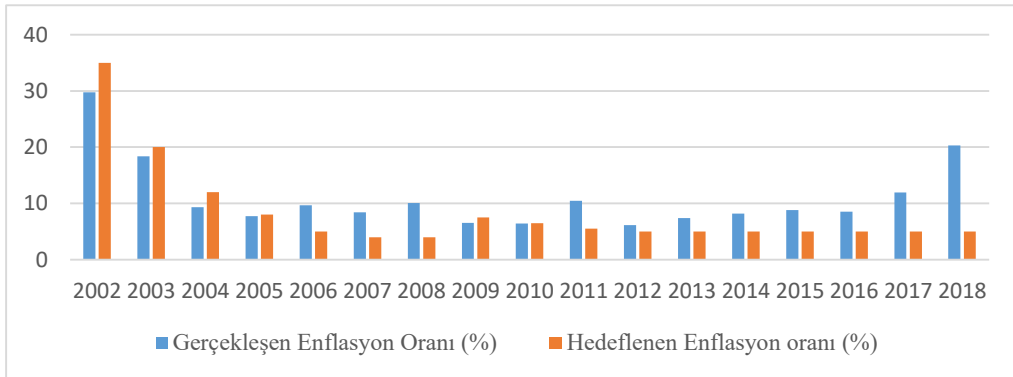
ABD'de başlayan küresel kriz Avrupa Birliği'ne de sıçradı. Avrupa Merkez Bankası Ekim 2008 itibariyle politika faiz oranını 325 baz puan düşürerek 1999 yılından beri en düşük seviyesine %1'e çekti. Faiz oranlarının yanı sıra likidite yönetimiyle krize karşı önlemler aldı. Lehman

Brothers firmasının batışıyla birlikte Avrupa Birliği'nde bankalar arası piyasa işlemleri zayıfladı. Öncelikle, para piyasasında oluşan stres sonucu, bankalara sınırsız ve sabit oranlı krediler sağlanarak ani ve hemen bir önlem aldı (Papademos, 2009). Bankalara sağlanan likidite araçlarında politika faiz oranı kullanılarak vadeler uzatıldı, 6 aya kadar çıktı. Daha önceleri ihalelerde faiz oranı belirtilmezken, gelen faiz tekliflerine göre ihale yapılmaya başlandı. 2009 Mayıs ayında AMB, İpotek Teminatlî Menkul Kıymet (covered bond) satın alma programı başlattı. Bu menkul kıymetler uzun vadeli borçlanma aracı olup, bankalar tarafından hem özel sektöre hem de kamu sektörüne sağlanmıştır (Stark, 2009).

Kısacası, AMB, FED gibi kriz döneminde likidite yönetimi yaparak, varlık alım programlarıyla bankaları rahatlatmaya çalışmış ve resesyon riskine karşı da faizleri düşürmüştür.

### Türkiye'de 2008 Krizi Sonrası Para Politikalarında Yapılan Düzenlemeler ve 10 Yıl Sonraki Görünüm

Türkiye'de 2008 krizine karşı para politikası araçlarında değişiklikler yaşanmıştır. TCMB para politikalarını fiyat istikrarını sağlamak amacıyla enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulamaktadır. 2002-2005 yılları arasında para politikası uygulaması "Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi" olarak adlandırılırken, 2006 yılından itibaren "enflasyon hedeflemesi" rejimini uygulamaya sokmuştur. Bu rejime göre, enflasyon hedefi etrafında aşağı ve yukarı yönde 2 puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Enflasyonda 2001 sonrası istikrarlı düşüşler yaşanırken, olumlu seyir değişmiş ve 2006 sonrası enflasyonda artışlar yaşanmıştır (Şekil 1).



**Şekil 1.** Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2003=100)  
Kaynak: TCMB, *Enflasyon Hedefleri*.

2006 yılının mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye piyasalarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi sonucunda birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'den de sermaye çıkışları olmuştur (TCMB, 2008, s. 3). Yeni Türk Lirası %30 civarında değer kaybı yaşamıştır. 2007 yılında yaşanan dünya genelinde kuraklık neticesinde arz düşüklüğünün neden olduğu gıda fiyatlarındaki artış da enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Ardından yaşanan 2008 küresel kriz ile birlikte Merkez Bankası para politikalarında birtakım değişikliklere gitmiştir.

2008 krizinin yılın son çeyreğinde etkilerinin artması sonucu, Merkez Bankası kısa vadeli faizlerde indirim yapmıştır. Merkez Bankası 2008'den bu yana likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır (TCMB, 2008, s. 15). Likidite sıkışıklığında repo ihaleleriyle piyasada likidite arttırırken, likidite fazlalığını ise ters repo ile geri çekmektedir. Piyasada döviz likiditesini arttırmak amacıyla, döviz satım ihaleleri

yapmış, döviz alım ihalelerine ara vermiş, döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır. Yine döviz likiditesini artırmak amacıyla, döviz zorunlu karşılıklarını 2 puan indirerek %9'a çekmiştir. 2009 yılında bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış. 19 Haziran 2009 tarihinden itibaren temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ilave olarak üç ay vadeli repo ihaleleri de kullanılmaya başlanmıştır (TCMB, 2010, ss. 20-22).

Krizle yönelik asıl düzenlemeler 2010 yılında yapılmıştır. Öncelikle 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı niteliği kazanmıştır. 2010 yılındaki para politikası raporuna göre: Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullandığı temel para politikası aracı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. Repo ihaleleri ve döviz depo vadeleri tekrar 1 haftaya çekilmiştir. Zorunlu karşılıklara ödenen faiz uygulamasına son verilmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılıkları %5'ten %6'ya çıkarılırken, yabancı para zorunlu karşılıkları ise %9'dan %11'e çıkarılmıştır. Kriz nedeniyle Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi yeni düzenlemeler ortaya konulmuştur.

Faiz koridoru:

TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizi arasında kalan alan "faiz koridoru" olarak tanımlanmaktadır ve piyasa faizleri faiz koridoru içinde oluşmaktadır. TCMB, gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişletip daraltabilmektedir. Faiz koridorunun amacı kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı hızlı ve esnek davranmak ve kredi büyümesi üzerinde etkili olabilmektedir (TCMB, 2013, s. 2)

Rezerv Opsiyon Mekanizması

Bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının bir kısmını döviz ve altın cinsinden ayırmalarına izin veren mekanizmadır. Bu şekilde (TCMB, 2013, s. 3):

- Bankaların TCMB'de tuttıkları döviz rezervlerini dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlayabilmesine
- Yastık altı altının ekonomiyi kazandırılmasına katkı sağlanmaktadır.

Dolayısıyla TCMB'nin kriz dolayısıyla uygulamaya koyduğu para politikası araçları: Politika faizi, Likidite yönetimi, Faiz koridoru, Zorunlu karşılıklar ve Rezerv opsiyon mekanizması olarak belirlenmiştir.

*Türkiye'de 2008 krizinden 10 yıl sonra para politikalarında görünüm*

TCMB 18 Ağustos 2015 tarihinde yayınladığı raporda küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulayabileceği politikaları açıklamıştır.

TCMB'nin kullanmaya devam ettiği para politikası araçları: Politika faizi, Likidite yönetimi, Faiz koridoru, Zorunlu karşılıklar ve Rezerv opsiyon mekanizması olarak belirlenmiştir.

Yeni düzenlemelere göre (TCMB, 2015, ss. 2-4):

- Faiz koridoru bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilecek ve daraltılacaktır
- Döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılacaktır
- Döviz depo limitleri artırılacaktır

- Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK) düzenlemeleriyle finansal sisteme döviz likiditesi sağlanacaktır.
- 2014 yılı kasım ayından itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır.
- 5 Mayıs 2015 itibarıyla ABD Doları zorunlu karşılıklara ve rezerv opsiyonlara faiz ödenmeye başlanmıştır. ABD doları cinsinden zorunlu karşılıklara faiz/nema ödemesi TCMB tarafından günlük olarak belirlenen faiz oranı ve ilgili tarihte ilan edilen gösterge niteliğindeki döviz alış kuru kullanılarak Türk lirası cinsinden ve günlük bazda hesaplanmaktadır.

2008 krizi dolayısıyla TCMB'nin uygulamaya koyduğu Rezerv opsiyon mekanizması, Faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikaları ile zorunlu karşılıklar, 1 hafta vadeli repo ihaleleri ve likidite yönetimine ilişkin düzenlemeler günümüzde de devam etmektedir. TCMB'nin temel fonlama aracı, 1 hafta vadeli repo işlemleri olmaya devam etmektedir. Likidite yönetimi çerçevesinde, DİBS ve/veya Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMVKŞ) tarafından ihraç edilen TL cinsi kira sertifikası karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo uygulaması yapılmaktadır.

Her ne kadar krizin etkileri uluslararası piyasalarda zamanla azalsa da Türkiye'nin 2018 yılının ağustos ayında yaşadığı kur şoku nedeniyle TCMB birtakım önlemler almıştır. Rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) kapsamında döviz imkânına ilişkin üst sınır indirilmiş, Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülerek piyasalara likidite sağlanmış, bankaların teminat koşullarına esneklik getirilmiş, vadesinde ödenme koşuluyla reeskont kredilerinin geri ödemesinin Türk lirası olarak yapılabilmesine olanak tanınmıştır. TCMB Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında kurumsal ve bireysel yatırımcılarla Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine başlamıştır. Kasım ayında Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası devreye alınmıştır. Aynı zamanda Döviz Karşılığı Altın Piyasası işlemlerine başlanmış, ayrıca bankalara altın işlemlerinde swap imkânı sunulmuştur.

### ***Sermaye Piyasasına İlişkin Analiz***

#### **SPK'nın Çalışma Düzeni ve Yeni Sermaye Piyasası Kanunu**

SPK'nın sermaye piyasaları ile ilgili 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) ile belirlenmiş olan dokuz temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar „düzenleme, izahname ve ihraç belgesi onayı, izin verme, gözetim, denetim, tedbir ve yaptırım uygulama, finansal raporlama ve bağımsız denetim standartları, uyuşmazlık çözüme, lisanslama faaliyetleridir” (SPK). Bu çalışma kapsamında SPK'nın sadece düzenleme alanındaki faaliyetleri dikkate alınmıştır.

SPK'nın düzenleme fonksiyonu, bünyesinde yer alan Ortaklıklar Finansmanı, Aracılık Faaliyetleri, Kurumsal Yatırımcılar, Piyasa Gözetim ve Denetim, Muhasebe Standartları ve Hukuk İşleri Daireleri tarafından yerine getirilir. Çalışma şekli olarak SPK, ana düzenlemeleri Resmî Gazete'de yayınlanmadan önce genellikle kamuya duyurur ve sermaye piyasası katılımcılarından görüşlerini alır. Yapılan denetimler veya tespitler sonucu ekleme/düzeltilme gerektiğinde yeni bir tebliğle gerekli düzeltmeler yapılır.

2012 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlükten kaldırılarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir. Söz konusu değişiklik SPK'nın çalışma yöntemlerinde olmasa bile düzenlemeleri yaparken izlediği yaklaşımda değişikliklerin görüldüğü bir dönemin başlangıcını temsil ettiği için önem arz etmektedir. Bu değişikliğin sebeplerinden biri de 2008 yılında yaşanan finansal krizdir (Dayan, 2014). Ana hatlarıyla Kanun'da meydana gelen değişiklikler Kanun'da da yer alan on bir başlık altında incelenmiştir.



- Tanımlar: Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nda tanımlar bazı yeni kavramları içerecek şekilde güncellenmiştir. “Aracı Kuruluş” ifadesi yerine daha profesyonel bir tabir olan “Yatırım Kuruluşu” kullanılmaya başlanmıştır (3. Madde v bendi). Bunun dışında “merkezi karşı taraf”, “saklama hizmeti”, “ipotekli sermaye piyasası aracı”, “piyasa işleticisi” ve “kolektif yatırım kuruluşları” (s, i, r, m bentleri) ifadeleri tanımlara eklenmiştir.

- Sermaye Piyasası Aracı İhracı: Madde 4’te İhraççılara izahname hazırlama zorunluluğu getirilmiş, izahnamede doğru bilgi verilmesi sorumluluğu yine ihraççıya verilmiştir (madde 10)

- Kamunun Aydınlatılması: Finansal bilgilerin zamanında ve doğru sunumuna önem veren SPK, Türkiye Muhasebe Standartları’na uygun biçimde hazırlanmasını şart koşmuştur. Bunun yanında ihraççıların bağımsız denetimden de geçmeleri gerekmektedir (Madde 14). Madde 15 ise özel durumların kamuya duyurulması ile ilgilidir. Kamuyu aydınlatma platformu bu amaçla oluşturulmuştur. Kamuyu aydınlatmada hazırlanması gereken belgeler arasında izahname, pay alım bilgi formu, özel durum açıklamaları, önemli nitelikte işlem duyuruları, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar yer almaktadır (Dayan, 2014).

- Halka Açık Ortaklıklar: Halka açık sayılmak için gereken ortak sayısı 250’den 500’e çıkarılmıştır (madde 16). Madde 19’da ise kâr dağıtımlarının belirlenen kâr dağıtım politikasına göre gerçekleştirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Madde 21 örtülü kazanç aktarımını yasaklamaktadır. Önemli nitelikteki işlemlerden önce (birleşme ve bölünme, esas faaliyet konusu değişikliği gibi) yönetim kurulu kararı alınmalıdır. Madde 23 daha önce düzenlenmemiş olan hisse geri alımı konusunu düzenlemiştir. Bunun dışında madde 24 ayrılma hakkını, madde 25 -26 pay alım teklifini, madde 27 ortaklıktan çıkarma hakkını, madde 28 ise imtiyazlı payları düzenlemektedir.

- Kurumsal Yönetim: Kurumsal yönetim 17. Maddede ayrıca düzenlenmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunlu tutulmuş ve bir uyum raporu hazırlanması istenmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyeliği getirilmiş ve ilişkili taraflarla yapılacak işlemler öncesinde yönetim kurulu kararı alınması ve kamuya duyurulması zorunlu kılınmıştır.

- Sermaye Piyasası Kurumları ve Faaliyetleri: Kolektif yatırım kuruluşları, konut ve varlık finansmanı ve ipotek finansmanı gibi yeni sermaye piyasası kurumları tanıtılmıştır (madde 35). 2017 yılında yapılan değişikliklerle kitle fonlama platformları da (madde 35/A) Kanun’a dahil edilmiştir. Konut finansmanı olarak geçen mortgage’ın tanımı madde 57’de şu şekilde verilmiştir: “Konut finansmanı, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması ve bu kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kredi kullandırılmasıdır”. Bu işlemlerden toplanan paralarla kurulan fonlar da (konut ve varlık finansmanı fonları – madde 58, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler – madde 59, kira sertifikası – madde 61 ve gayrimenkul sertifikası – madde 61/A) Kanun kapsamındadır.

Yatırım hizmetleri açısından eski Kanun’a göre farklı bir sınıflandırmaya gidilmiştir. Aracılık faaliyeti niteliğine göre 3 sınıfa ayrılmıştır:

- Emir iletimi
- İşlem aracılığı
- Portföy aracılığı

Repo ve ters repo sermaye piyasası aracı kapsamından çıkarılmıştır. Düzenleme kapsamında tüm yatırım kuruluşları yetki belgesi almak için SPK’ya başvuru yapmıştır (Madde 40). 2012

öncesinde 96 aracı kurum varken, bugün SPK'dan yetki almış toplam 70 aracı kurum bulunmaktadır. Bunlar içinde faal olan kurumların sayısı 64'tür. Türlerine göre aracı kurumların dağılımı Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo 6.** Türlerine göre Yatırım Kuruluşları

Yatırım Kuruluşu Türü	Sayısı
Dar yetkili	7
Kısmi yetkili	11
Geniş yetkili	46
<b>Toplam</b>	<b>64</b>

Yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri ise kolektif yatırım kuruluşları adı altında toplanmıştır.

- Borsalar: Borsa İstanbul Kanun'unun 138. Maddesi uyarınca 30 Aralık 2012'de kurulmuş ve 3 Nisan 2013'de faaliyet izni almıştır. Bu kapsamda Vadeli İşlemler Borsası ile İstanbul Altın Borsası da faaliyetlerine son verip, Borsa İstanbul çatısı altında faaliyetlerine devam etmektedirler.

- Finansal Altyapı Kuruluşları: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği yeni Kanun ile Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'ne (TSPB) dönüştürülmüştür. "Sermaye piyasasında faaliyette bulunan tüm banka, aracı kurum, portföy yönetim şirketleri ve yatırım ortaklıkları" TSPB üyesidir. Bunun dışında diğer altyapı kuruluşları arasında Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Saklama Kuruluşları, Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Merkezi Karşı Taraf olarak Kanun'da belirtilmiştir.

- Diğer Kurumlar: Yatırımcıların korunmasını garanti altına almak amacıyla eski Kanun'da bulunan Yatırımcı Koruma Fonu yerine aracı kurumların tedrici tasfiye ve tazmin kararlarının uygulamasını üstlenme görevine sahip olan Yatırımcı Tazmin Merkezi kurulmuştur.

- Tedbirler: Kanun'da çeşitli durumlar için öngörülen tedbirler detaylı olarak sıralanmıştır. Bu tedbir alanları "kanuna aykırı ihraçlar, ihraççıların hukuka aykırı işlemleri ile sermayeyi veya mal varlığını azaltıcı işlemleri, kayıtlı sermaye sistemi, örtülü kazanç aktarımı, genel kurul toplantılarına gözlemci gönderilmesi, sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemleri, mali durumun bozulması, tedrici tasfiye ve iflas durumları, İzinsiz sermaye piyasası faaliyeti, kanuna aykırı ilan, reklam ve açıklamalar, bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemeleridir" (SPK). Ayrıca bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı ile ilgili SPK'ya bildirim yükümlülüğü getirilmiştir. Yukarıda sayılan alanlar arasında 2008 konut finansmanı krizinin etkisi ile aracı kurumların mali durumlarının bozulması ile ilgili tedbirler dikkati çekmektedir. Lehman Brothers'ın mali durumunun bozulması ve akabinde iflas etmesi SPK'yı bu konuda uygulanacak tedbirleri düzenlemeye itmiştir. Bu amaçla SPK mali durumunun bozulduğunu tespit ettiği aracı kurumdan mali durumunun düzeltilmesini isteyebilir, geçici faaliyet durdurma kararı alabilir, yetki iptaline gidebilir, yatırımcıların tazmin edilmesi kararı alabilir, aracı kurum yetkililerinin sermaye piyasası lisanslarını iptal edebilir, imza yetkilerini sınırlayıp kaldırabilir, yönetim kurulu üyelerini görevden alıp yerine yenilerini atayabilir, tedrici tasfiye kararı alabilir ve iflasını isteyebilir (Madde 97).

- Sermaye Piyasası Suçları: Eski Kanun'da düzenlenen sermaye piyasası suçları daha geniş kapsamlı olarak düzenlenmiş ve yasal defterlerde, muhasebe kayıtlarında ve finansal tablo ve raporlarda usulsüzlük başlığı altında bir suç tanımlanmıştır. Daha önce sadece defter tutmama olarak belirtilen mali suçun kapsamı genişletilerek finansal hileler de sermaye piyasası suçları kapsamına alınmıştır.

Bu sistematik değişiklik SPK'nın o tarihe kadar yapılan bütün düzenlemeleri yeniden ele almasına sebep olmuş ve mevcut pek çok alt düzenlemenin yürürlükten kaldırılarak yerine yeni düzenlemelerin yürürlüğe konmasıyla sonuçlanmıştır. Bu dönemde yenilenen düzenlemelerin listesi EK 1'de verilmiştir. Bu liste toplam 81 alt düzenlemeden meydana gelmektedir.

Zaman içerisinde yapılan çok fazla düzeltme ile birlikte güncel gelişmelere cevap vermeyen alt düzenlemeler holistik bakış açısıyla ele alınmıştır. Daha sistematik ve yapılandırılmış bir şekilde tekrar düzenlenen alt düzenlemeler sayesinde yıllara göre çok yüksek olan değişiklik sayılarında belirgin bir azalma söz konusudur. Bu durum detaylı olarak aşağıda yer alan Tablo 7'de sunulmaktadır. Genel olarak yeni düzenlemelerde kavramların daha detaylı olarak tanımlandığı dikkati çekmektedir. Bunun yanında gelişmiş ülkelerde izlenen risk yönetimi ve iç kontrol unsurları düzenlemelere dahil edilmiş, kurumsal yönetim anlayışı her aşamada entegre edilmiştir.

**Tablo 7. Yıllara göre Ana Düzenleme ve Değişiklikler**

Yıl	Ana Düzenleme Sayısı	Değişiklik Sayısı
2008	1	14
2009	13	65
2010	4	45
2011	4	43
2012	7	33
2013	35	14
2014	28	6
2015	5	19
2016	1	10
2017	2	19
2018	5	18

#### Yapılandırılmış Finansal Araçlar ile ilgili Düzenlemeler

2008 mortgage krizinin temel oluşum noktası olarak öne çıkan unsur yapılandırılmış finansal araçlar ve bunlardan dolayı kurumların maruz kaldıkları risklerdir. Yapılan araştırma sonuçlarına göre tespit edilen en önemli sonuç kriz öncesine kadar yapılandırılmış finansal araçlar ile ilgili tek düzenlemenin “Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” olduğudur. Söz konusu tebliğ 27 Ağustos 2008 tarihinde Resmî Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten önce bu konuda yapılmış bir düzenleme mevcut değildi. Hatta bu düzenlemenin yapılabilmesi için öncelikle 2007 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda değişikliğe gidilerek “İpotek teminatl menkul kıymetler” ile ilgili düzenleme yapılmıştır. “2007 yılındaki kanun değişikliği ile varlığa dayalı menkul kıymetler açısından getirilen en önemli değişiklik, söz konusu menkul kıymetlerin bilanço dışı bir enstrüman olarak tasarlanması ve sadece varlık finansmanı fonu tarafından ihraç edilebilmesine imkân tanınmasıdır” (SPK).

Söz konusu Tebliğ’in ana hatları mortgage teminatl finansal araçların fon dahilinde oluşturulması, fon kurucularının nitelikleri, fonla ilgili operasyonel düzenlemeler, fonun iç kontrol sistemi ve fon denetçisinin özellikleri, fonun kuruluşu ve VDMK’nın SPK kaydına alınması ile ilgili maddelerden oluşmaktadır. SPK söz konusu düzenlemeyi mortgage krizinin akabinde yapmasına rağmen, krize karşı kurumsal yönetim ilkeleri benimsediğini belirtmektedir. Ancak, tebliğ 2011 yılında değişikliğe uğramış ve teminata alınabilecek varlıklar ve aşırı teminatlandırma konuları ile ilgili değişiklikler yapılmıştır. Söz konusu değişiklikler teminat uyum ilkelerine aykırılıkların tespiti halinde uygulanacak tedbirleri içermektedir. Bunun dışında yapılan en önemli düzenleme “Varlık Teminatl Menkul Kıymetlere (VTMK) İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca yapılacak VTMK ihraçlarına ilişkin teminat sorumlusu tarafından hazırlanacak olan raporda asgari

olarak açıklanması gereken hususlara dair” SPK tarafından alınan ilke karardır. Bu ilke kararında aşağıdaki hususlar önemli olarak addedilmiştir:

- Teminat havuzuna ilişkin Tebliğ uyarınca gerçekleştirilmesi gereken testlerin hangi güvenlik aralığında yapıldığı,
- Teminat havuzunun Tebliğ’e uygun olarak varlığını koruyup korumadığı,
- Teminat uyum ilkelerine ilişkin testlerin sonuçları ile teminat havuzunun her bir testi geçip geçmediğı,
- Tebliğ’de öngörülen teminat uyum ilkelerinin ihlali veya ihraççının geri ödeyememe durumuna düşmesi halinde Tebliğ kapsamında açıklanması gereken diğer hususlar

Bu düzenlemenin ardından yeni Kanun’un yürürlüğe girmesi ile birlikte Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğı, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliğı ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliğı de yürürlüğe girerek konu ile ilgili alt düzenlemeler tamamlanmıştır. Söz konusu düzenlemeler doğrudan 2008 konut finansmanı krizi ile ilişkilendirilen gayrimenkule dayanan yapılandırılmış araçları konu aldıklarından oldukça kritiktir. Yeni alt düzenlemeler eskisine göre oldukça detaylıdır. Önceki tebliğde sadece genel olarak varlık teminatlı araçlar olarak geçen enstrüman, yeni düzenlemeler de türlerine göre ayrı olarak düzenlenmiştir.

Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğı ile söz konusu araçlara ilişkin genel esaslar belirlenmiştir. Bunun dışında ihraççıya ilişkin nitelikler de ayrıca belirtilmiştir. Projelerin gecikmesi ve gerçekleşmemesi durumları için tedbirler sıralanmıştır. Bununla birlikte ihraçtan elde edilecek fonların kullanım şekli de belirlenmiştir. Ayrıca kamuoyunun bilgilendirilmesi için sertifika itfa edilene kadar 3 aylık periyotlarda yatırımcı raporu yayınlanır. Bunun dışında sertifika ile ilgili önemli nitelikte işlemler de kamuyu aydınlatma platformunda yayınlanır.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliğı, “varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin nitelikleri ve ihracı ile varlık finansmanı fonları ve konut finansmanı fonlarının kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esaslara dair düzenlemedir” (SPK). Bu düzenleme VİDMK ihracı için fon kurulmasını zorunlu tutmaktadır. Ayrıca risk tutma yükümlülüğü ile fon iç kontrol sistemi ve iç denetçisi ile ilgili düzenlemeler de bulunmaktadır. İç denetim faaliyetinde risk bazlı bir düzenlemeye gidilmiştir.

Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliğı ile “teminatlı menkul kıymetlerin nitelikleri ve ihracı ile teminat sorumlusuna, teminat varlıklar ve teminat uyumuna ilişkin usul ve esaslara dair düzenlenmedir” (SPK). Teminatlı menkul kıymetlerle ilgili bu tebliğde limitler belirlenmiştir. Buna göre ipotek finansmanı kuruluşu tarafından ihraç edilmiş olanlar hariç tedavüldeki teminatlı menkul kıymetin nominal değeri aktif toplamının %10’unu aşamaz. İpotek finansmanı kuruluşu tarafından ihraç edilen teminatlı menkul kıymetlerde ise tedavüldeki teminatlı menkul kıymetin nominal değeri özkaynak değerinin beş katını aşamaz. Bunun dışında tebliğde teminat uyum ilkeleri belirlenmiştir. Teminatlı menkul kıymetler için bu ilkelere uyum zorunlu tutulmuştur ve ayda bir kontrolü gerekmektedir. Teminat uyum ilkeleri nominal değer uyumu, nakit akımı uyumu, net bugünkü değer uyumundan meydana gelmektedir Net bugünkü değer uyumu stres testi yapılarak ölçülmelidir. Teminat uyum raporu, varlıklardan yapılan tahsilatlar ve yapılan ödemeler, yükümlülüğün yerine getirilememesi durumu kamuyu aydınlatma platformunda ilan edilmektedir.

Yukarıda açıklanan düzenlemelerin ortak noktası kamuyu aydınlatmaya önem verilmesi ve yatırımcı kararlarını etkileyebilecek önemdeki olaylarla ilgili mutlaka kamuyu aydınlatma platformunda bilgilendirme yapılmasıdır. Bu sayede kurumsal yönetim anlayışı ihraççılar nezdinde

zorunlu tutularak yatırımcıların korunması hedeflenmektedir. Bunun yanında risk yönetimi ve iç kontrol unsurlarına da önem verildiği görülmektedir. Risk yönetimi açısından stres testi gibi ileri tekniklerin uygulanması zorunlu kılınmıştır.

#### Diğer Sermaye Piyasası Araçları

2008 konut finansmanı krizi sonucunda risk yönetimi ile ilgili sıkıntılar gündeme gelmiş ve bunun sadece krizin konusunu oluşturan yapılandırılmış finansal araçlarla sınırlandırılmayan bir etkisi olmuştur. SPK tarafından özellikle yüksek riskli olarak tanımlanan türev araçlar ve kaldıraçlı işlemlerle ilgili pek çok düzenlemeye gidilmiştir.

Kaydileştirme: SPK tarafından özellikle kaydileştirmeye önem verilmiş ve tüm sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması ile ilgili çeşitli düzenlemeler yayınlanmıştır. SPK tarafından ortaklık varantları, yatırım kuruluşu varantları ve yabancı sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

İhraç Şartları: İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği ile ihraççıların ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarına ilişkin derecelendirme notu bulunması zorunlu kılınmıştır. “Borçlanma Araçları Tebliği” ile borçlanma araçları ihraçında SPK kaydına alınma, kredi derecelendirilmesi zorunlu kılınmış, ihraç limitleri ile ilgili sınırlamalar getirilmiş ve borçlanma aracı bazında özellikli maddeler düzenlenmiştir.

Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği ile gayrimenkul sertifikalarına ilişkin sertifika genel esasları, arsa sahibi ve ihraççıya ilişkin esaslar, değerlendirme, fizibilite ve inşaat ilerleme raporları ile projenin gecikmesi veya gerçekleşmemesi durumları, ihraçtan elde edilen fonların kullanımı, kamuyu ve yatırımcıları bilgilendirmeye yönelik periyodik olarak yatırımcı raporunun düzenlenmesi ve diğer çeşitli durumlarda kamuyu aydınlatma platformunda duyurulması gibi düzenlemeler yapılmıştır. Bu hususların ihraç sırasında açıklanması yatırımcıların daha iyi bilgilendirilmesini hedeflemekte ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumu kuvvetlendirmektedir.

Yüksek Riskli Enstrümanlar: Yabancı sermaye araçları ile ilgili üç kez tebliğ yapılmıştır. İlk tebliğ 20 Mart 1996’da ikinci tebliğ 23 Ekim 2010’da son tebliğ ise 23 Ekim 2013’de yürürlüğe girmiştir. Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının ve Depo Sertifikalarının Kurul Kaydına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile kavramlar tanımlanmış, halka arz şartları belirlenmiş, kamuyu aydınlatma koşulları ve bağımsız denetim gereklilikleri belirtilmiştir. Yabancı fon satışında herhangi bir pazarlama faaliyeti yapılması yasaklanmıştır.

Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ 27 Ağustos 2011 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğde kaldıraç oranı 100:1 olarak belirlenmişken, 10 Şubat 2017 tarihinde kaldıraç oranı 10:1’e indirilmiştir. Ayrıca başlangıç teminatı 50.000 TL olarak belirlenmiştir. 22/802 sayılı ilke kararı ile 2016’da Aracı kurumların kaldıraçlı alım satım işlemleri ve fark kontratlarına yönelik olarak düzenledikleri promosyon kampanyalarına sınırlamalar gelmiştir. Teminat takibi toplu olarak değil müşteri bazında yapılmalıdır (Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Madde 27/A). Bu kararların alınmasında SPK’ya giden yatırımcı şikâyet ve mağduriyetleri ile kaldıraçlı araçların riskli doğalarının daralan ekonomik ortamda yatırımcıların aşırı zarara uğraması etkili olmuştur.

Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’e göre tezgahüstü türev araç işlemlerinde kullanılmak üzere bir teminatlandırma politikası oluşturmalıdır. Risk yönetimi birimi politikanın uygulanmasından sorumludur ve bu konuda geliştirilecek kontrollerle haftalık raporlama yapılması gerekmektedir (madde 25/B). SPK bu madde

türev araçlara ilişkin teminat durumlarının yakından takibini şart koşmuştur. Bu politika uyarınca türev araç işlemlerinde pozisyon limitleri her müşteri bazında belirlenir (madde 25/C). Tezga-hüstü türev ürünler için VİOP'ta olduğu gibi başlangıç ve sürdürme teminatı esası getirilmiştir (madde 25/Ç).

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği de 2012'de yeni Kanun'un yürürlüğe girmesinden sonra ilk defa 3 Ocak 2014'de düzenlenmiştir. Bu tebliğde dikkati çeken konular arasında fon iç tüzüğü, ihraç belgesi ve yatırımcı bilgi formundan oluşan fon bilgilendirme dokümanları ile bu dokümanlarda yapılabilecek değişiklikler, yatırımlara ilişkin fona dahil edilebilecek varlıklar ile yapılabilecek işlemler, fon portföyüne ilişkin sınırlamalar, kredi kullanma sınırı bulunmaktadır.

Yatırım Kuruluşları: 2008 yılında konut krizinin ortaya çıkmasının ardından SPK tarafından aracı kurumlara kredili işlem ve açığa satış işlemlerinde teminat olarak listelerine uymaları konusunda uyarıda bulunulmuştur. Söz konusu uyarı kredili işlemlerin ve açığa satış işlemlerinin yüksek risk içermesi ve değeri hızla düşen sığ hisse senetlerinin kredili işlem ve açığa satış için teminat olarak gösterilmemesi gerekmektedir. Bu hisse senetlerinin listesini SPK periyodik olarak yayınlamaktadır. Bu listeye uymayarak kredi kullandıracak veya açığa satışa izin verecek aracı kurumların mali durumları bozulabilir. 2008'de çıkan konut finansmanı krizi aracı kurumların mali durumlarını sarsması ve iflaslara neden olması sebebiyle SPK böyle bir önlem almaya gitmiştir. 31 Aralık 2012'de yine açığa satış ile ilgili bir düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeye göre açığa satışa konu olan hisse senetleri en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden satılabilir.

Yeni Kanun'un yürürlüğe girmesi ile birlikte yatırım kuruluşlarını etkileyen çok fazla değişiklik meydana gelmiştir. Söz konusu değişikliklerin özünü yatırım kuruluşlarının yeniden yapılandırılması oluşturulmaktadır. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ ile aracı kurumlarda risk yönetimi birimi kurulması zorunlu hale getirilmiştir (madde 10). Çıkar çatışması politikası yayınlanmalıdır (madde 11-12). Yatırım kuruluşu personelinin görevleri ve unvanları belirlenmiştir (madde 18). Kamuyu aydınlatma açısından internet sitelerinde yatırımcıları bilgilendirici hususların açıklanması (Yapılan işlemlerin asgari unsur ve riskleri, alınan kişisel verilerin saklama ve kullanım koşulları gibi) ve müşterilere sermaye piyasası araçlarının ve faaliyetlerinin bildirilmesi zorunlu kılınmıştır (madde 25 ve 28). Aracı kurumlar müşterilerin bilgi ve risk duyarlılıklarına göre sınıflandırılması ve pozisyon/işlem limiti belirlemekle yükümlüdür (madde 30). Küçük yatırımcılar "genel müşteri" olarak sınıflandırılmakta ve profesyonel nitelikteki müşterilerden farklı olarak değerlendirilmekte, her ürün bu müşterilere satılmamaktadır. Dışarıdan hizmet alımı ile ilgili olarak detaylı düzenlemeler yapılmıştır (madde 49 – 55).

Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliğine göre dar yetkili aracı kurumların 2.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumların 10.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumların 25.000.000 TL asgari özsermayeye sahip olması gerekir. SPK aracı kurumların sermaye yeterliliği için ise 1 aylık periyotta raporlama istemektedir.

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim: 2008'deki konut finansmanı krizinin patlak vermesinin üzerinden 1 ay geçmeden SPK tarafından yatırım kuruluşları, yatırım fonları hariç kolektif yatırım kuruluşları, ipotek finansmanı kuruluşları ve sermaye piyasası araçları işlem gören ortaklıkların 6 ayda bir bağımsız denetimden geçmeleri zorunlu kılınmıştır. SPK 2009 yılında ise sermaye piyasasında bağımsız denetimi şekillendirici olarak denetim süreci ile ilgili düzenlemelere gitmiştir. Bu düzenleme denetim programı oluşturulması, denetçilerin mesleki deneyimi ve nitelikleri gibi konuları içermekte ve denetim kalitesini yükseltmeye yöneliktir.

2009 başında SPK “Dünya genelinde yaşanan finansal kriz ile birlikte, belirli denetim alanları önem kazanmış ve bu alanlarla ilgili birtakım hatırlatmaların, bağımsız denetim kuruluşlarının dikkatine sunulması ihtiyacı doğmuştur” şeklinde bir uyarıyla tekrar denetim kalitesine dikkat çekmiştir. Bu amaçla dikkat edilmesi gereken hususlar arasında „denetimin planlanması, işletmenin faaliyet koşullarının ve çevresiyle olan ilişkilerinin anlaşılması ve bu konulara ilişkin önemli yanlışlık riskinin değerlendirilmesi, denetim tekniklerinin tasarlanması, denetim komiteleri ile kurulacak iletişim, muhasebe tahminlerinin denetimi, gerçeğe uygun değer ölçümlerinin denetimi, işletmenin sürekliliği varsayımının devamına ilişkin denetçi değerlendirmeleri, dipnot açıklamalarının yeterliliğinin denetimi ve finansal raporlarda dikkat edilmesi gereken kalemler” belirtilmiştir (SPK Haftalık Bülten 2009/2). Yine 2009 yılında denetçi rotasyonu ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Rotasyon süresi 7 hesap dönemi olarak belirlenmiş ve sadece başdenetçiyi kapsamamakta, söz konusu denetimde görev alan tüm denetçileri kapsamaktadır.

2018 yılında ise artan siber risklerin önemi nedeniyle SPK Bilgi Sistemleri Bağımsız Denetim Tebliği’ni çıkarmıştır.

## 5. Sonuç

2008 konut finansmanı krizinin sermaye piyasalarını derinden etkileyen ve yapısal değişikliklere sebep olan sonuçları olmuştur. Söz konusu etkilerin tespiti için bu çalışmada kriz başlangıcı olan Lehman Brothers’ın iflasını ilan ettiği 9 Ağustos 2008 tarihinden 31 Aralık 2018’e kadar olan dönemde para politikalarını ve sermaye piyasasını ilgilendiren düzenlemeler incelenmiştir.

Para politikaları açısından ise, TCMB’nin kısa zamanda önlemler alması, piyasaları rahatlatıcı etki yaratmıştır. Faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni para politikası araçlarını devreye sokarak, piyasadaki olası likidite sıkıntısını gidermeye çalışmış. Aynı zamanda döviz alım-satım kararlarıyla da dövizde ortaya çıkabilecek likidite sıkıntısını gidermeye çalışmış.

Sermaye piyasasını ilgilendiren düzenlemeler konularına göre sınıflandırılmış ve inceleme toplamda 639 düzenlemeyi içermektedir. İnceleme yapılan konu başlıkları sırasıyla SPK’nın çalışma düzeni, 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu, yapılandırılmış finansal araçlar, diğer sermaye piyasası araçları, yatırım kuruluşları ve sermaye piyasasında bağımsız denetimdir.

Yapılan incelemeler sonucunda SPK’nın özellikle 2012’de yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle birlikte sermaye piyasasında bir yeniden yapılandırmaya gittiği görülmektedir. 2008 ve 2009 yılında aracı kurumların sermaye yeterliliğini güvence altına almaya yönelik bazı acil önlemler alınsa da SPK’da 2013’de yönetimin de değişmesinin akabinde ciddi anlamda sermaye piyasası tüm aktörleriyle kabuk değiştirmiştir. Bu değişime sebep olan toplam 81 alt düzenleme yayınlanmıştır.

Yayınlanan düzenlemelerin ortak noktası kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasasına entegrasyonu olduğu ilk bakışta göze çarpmaktadır. SPK yatırımcının korunmasını sağlamak amacıyla kamuyu aydınlatma prensibine özel önem vermekte, her türlü sermaye piyasası aracı ve faaliyetinde yatırımcıları etkileyebilecek her türlü bilginin açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Bunun dışında yatırım kuruluşlarının ve sermaye piyasası araçlarını etkileyebilecek ihraççıların bağımsız denetiminin de önemli olarak addedildiği ve 2008 krizinin bir sonucu olarak bağımsız denetim kalitesinin artırılması çabaları yoğunlaşmıştır. Bu sürecin Türkiye’de sermaye piyasasının kurumsallaşması açısından önemli katkıları olmuştur.

Bu çalışmanın bir kısıtı olarak eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve diğer borsaların – yeni adıyla Borsa İstanbul – tarafından yayınlanan genelgeler ve diğer düzenlemeler incelenmemiştir. Gelecekteki çalışmalarda sermaye piyasası açısından bu bağlamda incelenmesi faydalı bilgiler sağlayacaktır.

### Kaynakça

- Barth, J. R., Li, T., Phumiwasana T. ve Yago G. (2008). A Short History of the Subprime Mortgage Market Meltdown. *Milken Institute*.
- Baskam, A. (2014). Determining the "Sweet Spot" for the Federal Government in Residential Mortgage Finance, *Journal of Affordable Housing & Community Development Law*, Cilt no: 23;1 ss. 85-116.
- BDDK. (2008), ABD Mortgage Krizi, Sayı 3, Ankara.
- Chomsisengphet S. ve Pennington-Cross A. (2006). The Evolution of the Subprime Mortgage Market, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Ocak/Şubat 2006, 88(1), ss. 31-56.
- Fiorillo, S. (2018), What Was the Subprime Mortgage Crisis and How Did it Happen? <https://www.thestreet.com/personal-finance/mortgages/subprime-mortgage-crisis-14704400> (Erişim Tarihi: 04.04.2019).
- Forbes. (2010). The Great Recession's 25 Biggest Bankruptcies. <https://www.forbes.com/pictures/eddk45ihkf/rg-financial/#cd31403d1550> (Erişim Tarihi: 26.08.2019).
- Mishkin, F. S. ve White, E. N. (2014). Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective, *National Bureau of Economic Research Working Paper 20737*, Cambridge.
- Öztürk, F. (2008), Dünya Bülteni: Mortgage Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları, <https://www.dunyabulteni.net/arxiv/mortgage-krizi-nedenleri-etkileri-ve-sonuclari-h35395.html>, (Erişim Tarihi: 31.07.2019).
- Papademos, L. (2009). The role of the ECB in financial crisis management. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090527\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090527_1.en.html) (Erişim Tarihi: 05.08.2019).
- SPK, Kurulun Temel Fonksiyonları, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/0/0/2>
- SPK, Mevzuat Değişiklikleri, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/673> (Erişim Tarihi: 20.08.19)
- SPK, Güncel Mevzuat, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/5/7> (Erişim Tarihi: 20.08.19)
- SPK, Önceki Mevzuat, <http://mevzuat.spk.gov.tr/Onceki/> (Erişim Tarihi: 20.08.19)
- SPK, Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Duyurusu, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/2008827/1> (Erişim Tarihi: 20.08.19)
- Stark, J. (2009), Monetary Policy before, during and after the financial crisis, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html> (Erişim Tarihi: 05.08.2019).
- TCMB. (2019). Enflasyon Hedefleri. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Te-mel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> (Erişim Tarihi: 25.07.2019).
- TCMB. (2019). Para ve Kur Politikası Metinleri. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>, (Erişim Tarihi: 20.07.2019).
- TCMB. (2013). Bülten sayı 29: TCMB'nin Yeni Para Politikası Bileşimi ve 2013 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB. (2015). Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası.
- TCMB. (2019). Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve>, (Erişim Tarihi: 31.07.2019).



EK 1. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girdikten sonra yapılan yeni alt düzenlemeler

<b>Tarih</b>	<b>Düzenleme</b>
26.04.2012	Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Organizasyonlarına İlişkin Yönetmelik
26.04.2012	Menkul Kıymetler Borsalarında Üyelige ve Kotasyona İlişkin Yönetmelik
09.11.2012	Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik
17.11.2012	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği
28.11.2012	Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları İle Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik
29.12.2012	Bireysel Emeklilik Siteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik
11.03.2012	Payları Serbest İşlem Platformunda İşlem Görecek Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği
13.03.2013	Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik
30.05.2013	Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik
06.06.2013	Yatırımcı Tazmin Merkezine İlişkin Yönetmelik
18.07.2013	İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Takas Yönetmeliği
19.07.2013	Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
14.08.2013	İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği
09.11.2013	Özel Fon Yönetmeliği
06.12.2013	Özel Fon Malvarlığının Yönetimine ve Nemalandırılmasına İlişkin Yönetmelik
28.05.2013	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
07.06.2013	Kira Sertifikaları Tebliği
07.06.2013	Borçlanma Araçları Tebliği
13.06.2013	Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği
22.06.2013	Pay Tebliği
22.06.2013	İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği
28.06.2013	Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
02.07.2013	Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği
02.07.2013	Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği
05.07.2013	Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği
09.07.2013	Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
11.07.2013	Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
29.08.2013	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
10.09.2013	Varant ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği
09.10.2013	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
23.10.2013	Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği
27.11.2013	Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
12.12.2013	Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ
17.12.2013	Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ
17.12.2013	Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
24.12.2013	Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği
24.12.2013	Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği
25.12.2013	Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği
27.12.2013	Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği
28.12.2013	Birleşme ve Bölünme Tebliği
30.12.2013	Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği
30.12.2013	Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ
31.01.2014	Sermaye Piyasası Kurulu İç Denetim Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik
29.03.2014	Sermaye Piyasası Kurulu Üyeleri ve Personelinin Uyacakları Mesleki ve Etik İlkeler Hakkında Yönetmelik
01.04.2014	Sermaye Piyasası Kurulu Disiplin Amirleri Yönetmeliği
04.04.2014	Sermaye Piyasası Kurulu Görevde Yükselme ve Unvan Değişikliği Yönetmeliği

06.05.2014	Sermaye Piyasası Kurulu Bütçe Uygulaması ve Giderlerin Yapılması ile Satış ve Benzeri İşlemlere İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik
07.08.2014	Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
19.10.2014	Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği
19.10.2014	Borsa İstanbul A.Ş. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar İle İlgili Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği
02.04.2014	Değerleme Uzmanları Statüsü
02.04.2014	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Statüsü
02.01.2014	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
02.01.2014	Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
03.01.2014	Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
03.01.2014	Geri Alınan Paylar Tebliği
03.01.2014	Kurumsal Yönetim Tebliği
09.01.2014	Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği
21.01.2014	Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği
21.01.2014	Bilgi Suistimali ve Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği
21.01.2014	Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği
21.01.2014	Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği
23.01.2014	Özel Durumlar Tebliği
23.01.2014	Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği
23.01.2014	Kar Payı Tebliği
23.01.2014	Pay Alım Teklifi Tebliği
17.07.2014	İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
07.08.2014	Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ
14.08.2014	Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
12.11.2014	Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
27.02.2015	Yatırımcı Tazmin Merkezi Yönetmeliği
27.03.2015	Türkiye Sermaye Piyasaları Disiplin Yönetmeliği
27.05.2015	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
01.08.2015	Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ
06.12.2015	Aracı Kurumlar Tarafından Yapılacak Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
01.02.2017	Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ
19.09.2018	Veri Depolama Kuruluşunun Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik
05.01.2018	Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği
05.01.2018	Bilgi Sistemleri Bağımsız Denetim Tebliği
19.09.2018	Kooperatif ve Kooperatif Birliklerinin Paylarının Çoğunluğuna Sahip Olduğu Anonim Ortaklıklara İlişkin Esaslara Dair Tebliğ
27.10.2018	Veri Depolama Kuruluşuna Yapılacak Raporlamalara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

## EK 2. 2008 Krizi Sonrası Para Politikalarındaki Değişiklikler

		2008	2009	2010 (kriz nedeniyle yapılan düzenlemeler)
Enflasyon (%)	Hedef	4	7,5	6,5
	Gerçekleşen	10.1	6,5	6,4
Yeni politika uygulaması		-	-	Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması kullanılmaya başlandı.
Politika faizi-Repo ihale		Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarında hızlı indirimlere gidilmiş ve Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 16,75'ten yüzde 6,50'ye düşürülmüştür.	19 Haziran 2009 tarihinden itibaren 3 ay vadeli repo ihalelerine de başlamıştır. Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir.	18.05 itibarıyla 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı niteliği kazanmıştır. Likidite açığının gerileyeceği ve uzun vadeli fonlama ihtiyacının azalacağı değerlendirilerek, 15.10.2010 tarihinden itibaren 3 ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir. Politika faiz oranı %7'den aralıkta %6,50'ye indirilmiştir.
Gecelik faiz oranı (%)	Borç alma	15	6.5	1.5
	Borç verme	17.5	9	9
Geç likidite penceresi (%)	Borç alma	12.25	2.5	0
	Borç verme	20.25	12	12
Zorunlu karşılıklar	TL	Zorunlu karşılık oranı:%66. Türk Lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz Ocak ayında %11,81 iken; Aralık ayına kadar kademeli olarak %13'e çıkarılmıştır.	16.10.2009 tarihinden itibaren TL zorunlu karşılık oranını %6'dan %5 düzeyine indirerek bankacılık sistemine likidite sağlamıştır. Türk Lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz: %12'den Eylül ayına kadar kademeli olarak %5,40'a indirilmiştir.	Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Zorunlu karşılık oranı %6'ya çıkarılmıştır.
	Döviz	2 puan azaltılarak %9'a inmiştir. Böylece bankacılık sistemine 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır.	Zorunlu karşılık oranı %9 olarak belirlenmiştir.	Yabancı para zorunlu karşılık oranları 2010 yılı içinde kademeli olarak %9'dan %11'e yükseltilmiştir.
Döviz politikası	Döviz alım ihaleleri	Türk bankalarının likiditelerinin daha da güçlendirilmesi amacıyla 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiş.	MB döviz alım ihalelerine ağustos 2009 itibarıyla yeniden başlamış, 3,5 milyar dolar döviz alımı yapılmış.	2010 yılı içinde döviz alım ihaleleri yoluyla alımı yapılan toplam döviz tutarı 15 Aralık 2010 tarihi itibarıyla 14,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.
	Döviz satım ihaleleri	Ekim 2008 tarihinden itibaren Merkez Bankası döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamaya başlamıştır. küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle, 30 Ekim 2008 tarihinde döviz satım ihaleleri durdurulmuştur.	Döviz alım ve satım ihaleleri 10 Mart 2009 tarihinden itibaren gerçekleştirilen günlük 50 milyon ABD dolarlık döviz satım ihalelerine küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle döviz piyasasında derinliğe ilişkin kaygıların azaldığı 2 Nisan 2009 tarihine kadar devam edilmiştir.	Döviz satım ihalelerine ara verilmiştir.
	Döviz depo	Ekim 2008'de bankalararası döviz piyasasında döviz likiditesinin aşırı artmasının önlenmesine katkıda bulunmak amacıyla Merkez Bankası nezdindeki döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış. Vade 1 haftadan 1 aya çıkarılmış.	Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış	15 Ekim 2010 tarihinden itibaren Merkez Bankası'nın Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir. Bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan döviz depo alabildiler. İşlemlerin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.
	Döviz borçlanma faizi	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %7 Euro: %9	Döviz depo 3 ay vadeli: Dolar: %5,5 Euro: %6,5	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %5,5 Euro: %6,5

		2011	2012	2013
Enflasyon (%)	Hedef	5,5	5	5
	Gerçekleşen	10,4	6,2	7,4
Yeni politika uygulaması		temel para politikası aracı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi para politikası araçları olarak kullanıldı.	temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi	temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi
Politika faizi-Repo ihale		Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı temel para politikası faiz oranı niteliğini korumaktadır. 27 Aralık 2011 tarihinden itibaren bir ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. Politika faiz oranı %6,25'ten ağustos ayında %2,25'e indirilmiştir.	Likidite ihtiyaç durumuna göre 1 hafta vadeli ve 1 ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmiştir. Politika faiz oranı: %5,50 olarak belirlenmiştir	Likidite ihtiyaç durumuna göre 1 hafta vadeli ve 1 ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmiştir. Politika faiz oranı %5'ten mayıs ayında %4,50'ye indirilmiştir.
Gecelik faiz oranı (%)	Borç alma	5	5	3,5
	Borç verme	12,5	9	7,75
Geç likidite penceresi (%)	Borç alma	0	0	0
	Borç verme	15,5	12	10,25
Zorunlu karşılıklar	TL	Zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırıldı.	Zorunlu karşılık oranının mevduatın vadesine göre farklılaştırılması ve uzun vadeli yükümlükler lehine düşük zorunlu karşılık uygulamasına 2012 yılında da devam edilmiştir	Kaldıraç oranına dayalı zorunlu karşılık uygulaması başladı
	Döviz	Zorunlu karşılık oranları niteliğine ve vadelere göre farklılaştırıldı	Zorunlu karşılık oranları niteliğine ve vadelere göre farklılaştırıldı	Zorunlu karşılık oranları niteliğine ve vadelere göre farklılaştırılması devam etmektedir.
Döviz politikası	Döviz alım ihaleleri	Avrupa Birliği liderler zirvesinde Avrupa ülkelerinin kamu borçlarına ilişkin sorunlara çözüm getirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmesinin uygun olacağı değerlendirilerek, 25 Temmuz 2011 tarihinde döviz alım ihaleleri durdurulmuştur.	Döviz alım ihalesi düzenlenmemiştir.	2013 yılında istisnai haller dışında döviz alım ihalesi yapılmamıştır
	Döviz satım ihaleleri	5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren Merkez Bankası gerek gördüğü günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamaya başlamıştır	6 Ocak 2012 tarihinde başlanan döviz satım ihaleleri en son 9 Ocak 2012 tarihinde kullanıldıktan sonra ihtiyaç görülmediğinden daha sonra kullanılmadı	-
	Döviz depo	10.11.2011 itibarıyla Merkez Bankası döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine 10 Kasım 2011 tarihinden itibaren yeniden başlamıştır	Türkiye'de bankacılık sisteminin ihtiyaç duyabileceği döviz likiditesinin sağlanabilmesine destek olmak üzere 2 Ocak 2012 tarihinden itibaren bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiştir.	Döviz depo 1 hafta vadeli
	Döviz borçlanma faizi	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: % 4,5 Euro: % 5,5	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: % 10 Euro: % 10; Döviz depo 1 ay vadeli: Dolar: % 4,5 Euro: % 5,5	-

		2014	2015 normalleşme sürecinde yol haritası	2016
Enflasyon (%)	Hedef	5	5	5
	Gerçekleşen	8,2	8,8	8,5
Yeni politika uygulaması		temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi	temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi	temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi
Politika faizi-Repo ihale		vadesi 91 günü aşmayacak şekilde geleneksel yöntemle repo ihaleleri açılabilir. Politika faiz oranı: %5,50 olarak belirlenmiştir.	Ocak ayında %7,75 Şubat ayında %7,50 olarak belirlenmiştir	1 haftalık repo ihalesi temel fonlama aracıdır. Politika faiz oranı: %8 olarak belirlenmiştir
Gecelik faiz oranı (%)	Borç alma	7,5	7,25	7,25
	Borç verme	11,25	10,75	8,5
Geç likidite penceresi (%)	Borç alma	0	0	0
	Borç verme	12,75	12,25	10
Zorunlu karşılıklar	TL	Türk lirası zorunlu karşılıklara 2014 yılı Kasım ayından itibaren faiz ödemeye başlamıştır	Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranında toplam 150 baz puan artırımı gidilmiştir.	Ağustos ve Eylül aylarında Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında yapılan toplam 100 baz puan indirim yapılmıştır.
	Döviz	-	5 Mayıs 2015 itibarıyla ABD Doları zorunlu karşılıklara ve rezerv opsiyonlara faiz ödemeye başlanmıştır. Dolar zorunlu karşılıklara ödenen faiz Aralık sonu %0,24 olarak belirlenmiştir.	rezerv opsiyonu katsayıları bankalara döviz likiditesi sağlayacak şekilde yeniden uyarlanmıştır. ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ödenen faiz oranları piyasa koşullarına göre günlük olarak ilan edilmektedir. Dolar zorunlu karşılıklara ödenen faiz %0,49 olarak belirlenmiştir.
Döviz politikası	Döviz alım ihaleleri	-	-	2016 yılında Türk lirası karşılığı doğrudan döviz alım/satımı yapılmasına ihtiyaç duyulmamıştır
	Döviz satım ihaleleri	-	Döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılmıştır.	2016 yılında Türk lirası karşılığı doğrudan döviz alım/satımı yapılmasına ihtiyaç duyulmamıştır
	Döviz depo	Döviz depo 1 hafta vadeli	Döviz depo limitleri artırılmıştır. Döviz likiditesi bankalarımızın gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini fazlasıyla karşılayacak seviyede belirlenecektir.	Döviz depo limitleri artırılabilecektir
	Döviz borçlanma faizi	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %7,5 Euro: %6,5	Döviz depo 1 hafta vadeli: 10.03 itibarıyla: Dolar: %7; Euro: %9; 24.04 itibarıyla: Dolar:%4; Euro:%2 09.06 itibarıyla: Dolar:%3,5; Euro:%1,5 27.07 itibarıyla: Dolar: %3; Euro:%1,25	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %2,75 Euro: %1,25

		2017	2018 (para politikası - krizden 10 yıl sonraki görünüm)	2019 para politikası (günümüz)
Enflasyon (%)	Hedef	5	5	5
	Gerçekleşen	11,92	20,3	-
Yeni politika uygulaması		temel araçlar: bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), faiz koridoru ve likidite yönetimi	1.11.2018 tarihinde bankaların Türk lirası ve döviz likidite yönetimindeki etkinliğinin artırılması amacıyla Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası işlemlerine başlanmıştır. Döviz Karşılığı Altın Piyasası işlemlerine başlanmış, ayrıca bankalara altın işlemlerinde lokasyon swap imkanı sunulmuştur.	Swap işlemleri devam etmektedir.
Politika faizi-Repo ihale		koşulların gerektirmesi durumunda, vadesi 91 günü aşmayacak şekilde geleneksel yöntemle repo ihaleleri açılacaktır.	Repo faizi 1 Haziran'da % 16,50 iken 14 Eylül'de %24 olarak belirlenmiştir. Likidite yönetimi çerçevesinde gerek duyulmayan günlerde 1 hafta vadeli repo ihalesi açılmayacaktır.	1 haftalık repo faizi %19,75 olarak belirlenmiştir.
Geceklilik faiz oranı (%)	Borç alma	7,25	22,5	18,25
	Borç verme	9,25	25,5	21,25
Geç likidite penceresi (%)	Borç alma	0	0	0
	Borç verme	12,75	27	22,75
Zorunlu karşılıklar	TL	-	Türk Lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz: %7 iken Eylül ayında %13'e çıkarılmıştır.	-
	Döviz	2017 yılında yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimleri için 50 baz puan indirilmiş olup, bu yolla piyasaya yaklaşık 1,5 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanmıştır. Dolar zorunlu karşılıklara ödenen faiz Mart ayına kadar %0,75; Haziran ayına kadar %1, Haziran sonrası %1,25 olarak belirlenmiştir.	Dolar zorunlu karşılıklara ödenen faiz %1,50; Ekim sonrası içinse %2 olarak belirlenmiştir.	ABD doları cinsinden zorunlu karşılıklara faiz/nema ödemesi TCMB tarafından günlük olarak belirlenen faiz oranı ve ilgili tarihte ilan edilen göstergeler niteliğindeki döviz alış kuru kullanılarak Türk lirası cinsinden ve günlük bazda hesaplanmaktadır.
Döviz politikası	Döviz alım ihaleleri	2017 yılında Türk lirası karşılığı doğrudan döviz alım/satımı yapılmasında ihtiyaç duyulmamıştır	Döviz alım ihalelerine ihtiyaç duyulmamıştır.	Döviz alım ihalelerine ihtiyaç duyulmamıştır.
	Döviz satım ihaleleri	2017 yılında Türk lirası karşılığı doğrudan döviz alım/satımı yapılmasında ihtiyaç duyulmamıştır	2017 yılında döviz alım-satım ihalelerine ihtiyaç duyulmamışken, 1.2.2018 itibarıyla Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhalelerine başlanmıştır. 31 Ağustos 2018 tarihinden itibaren BİST nezdinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) TL uzlaşmalı vadeli döviz işlemleri de gerçekleştirilmeye başlanmıştır.	BİST nezdinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) TL uzlaşmalı vadeli döviz işlemleri de gerçekleştirilmeye devam etmektedir.
	Döviz depo	Döviz depo ihaleleri devam etmiştir.	Bankalar kendilerine tanınan limitler çerçevesinde TCMB'ye 1 hafta, 2 hafta ve 1 ay vadeli teminat döviz depo getirebilecektir	Bankalar kendilerine tanınan limitler çerçevesinde TCMB'ye bir hafta, iki hafta ve bir ay vadeli teminat döviz deposu getirebilecektir. Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri ile Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası işlemlerine 2019 yılında da devam edilecektir. İhtiyaç olması durumunda BİST Swap Piyasasında TCMB taraflı işlem yapılabilecektir.
	Döviz borçlanma faizi	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %2,75 Euro: %1,25	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar: %2,75 Euro: %1,25; 27.09 itibarıyla: Dolar:%4,25 Euro:%2 Döviz depo 1 ay vadeli: Dolar:%5 Euro: %2,5	Döviz depo 1 hafta vadeli: Dolar:%4,25 Euro:%2 Döviz depo 1 ay vadeli: Dolar:%5 Euro: %2,5