

## **Geçiş Ekonomilerinde Kamu Borçlarının Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği**

Mahmut YARDIMCIOĞLU  
mahmutyardimcioglu@yahoo.com

### **The Effects of Public Borrowing on the Financial Markets in Transitional Economies: Turkish Case**

#### **Abstract**

When we look at countries that adopt free (open) financial system, matters that were experienced at the passing years is same for integration of system. Liberal economic and financial structuring was put into practice in 1980s by Turkey was seen to bring dept burden that has no chance to cycle into country balance sheets in effect with populist policies. In the case of assessment at the world scale, since tax revenue is deficient for public expenditures, financing public finance through borrowing is essential. In order to cycle debts, applying financial markets continuously cause funds that will be used by private sector transfer to government and increase interest rates. In this study, the effects of public borrowing on the financial markets in transitional economies will be analyzed with sample of Turkey. The aim is to provide data and analyzes that can be sample for Turkish Republics.

**Key Words** : Financial Markets, Public Debts, Transitional Economies.

**JEL Classification Codes** : G14, H63, M21.

#### **Özet**

Serbest finansal sistemin benimsendiği ülkelere bakıldığında, sistemin entegrasyonu için geçmiş yıllarda yaşanan sorunlar aynıdır. Türkiye'nin 1980'li yıllarla uygulamaya koyduğu liberal ekonomik ve finansal yapılanma, popülist politikaların da etkisiyle ülke bilançolarında çevrilemez bir borç yükünü beraberinde getirmiştir. Dünya ölçeğinde bir değerlendirme yapılacak olması durumunda; kamu harcamalarına vergi gelirlerinin yetmemesi, kamu maliyesinin borçla finanse edilmesini zorunlu hale getirmektedir. Devletin borcunu çevirebilmek için devamlı olarak finansal piyasalara müracaat etmesi, özel sektör tarafından kullanılacak fonların kamuya transferine neden olmakta, faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu çalışmada geçiş ekonomilerinde, kamusal borçlanmaların finansal piyasalar üzerindeki etkileri, Türkiye örneğinde irdelenecektir. Türk Cumhuriyetlerine emsal teşkil edecek veriler ve analizler değerlendirme konusu yapılacaktır.

**Anahtar Sözcükler** : Kamu Borçları, Finansal Piyasalar, Geçiş Ekonomileri.

### **Acknowledgement**

The *Abstract* of this paper is also being printed in “The Proceedings” book of 2nd International Symposium on Public Finance: Recent Fiscal Problems in Transitional Economies which was held by the Public Finance Department of the Faculty of Economics and Administrative Sciences of Kyrgyzstan – Turkey MANAS University, on October 24-27, 2007.

### **Beyan**

Kırgızistan-Türkiye MANAS Üniversitesi, İ.İ.B.F. Maliye Bölümü tarafından 24–27 Ekim 2007 tarihleri arasında Bişkek’te düzenlenen 2. Uluslararası Kamu Maliyesi Sempozyumunda sunulan aynı başlıklı çalışmanın özeti “The Proceedings” kitabında ayrıca basılmıştır.

## 1. Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sıkıntılarında birisi tasarrufların ülke ekonomisine aktarılmasındaki güçlüklerdir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu tür ülkelerde yaşayan kişi ve kurumlar tasarruflarını genelde altın veya döviz gibi araçlara yatırarak değerlendirme yoluna gitmektedirler. Bunun sebebi ise, söz konusu ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmemiş olması ve kamusal otoritenin izlediği politikalarıdır. Bu politikalarından en önemlisi kamunun borçlanma politikasıdır. Türkiye'de 1970'li yılların sonrasında kamu ve özel kesim yatırımlarındaki artışlar ve çift haneli enflasyondan dolayı finansal denge bozulmuş ve yeni fon kaynaklarına ihtiyaç duyulmuştur. Kamu kesimindeki finansman ihtiyacı daha çok Merkez Bankası kaynaklarıyla giderilmeye çalışılmış ve bu durum ekonomiyi olumsuz etkileyerek enflasyonu körüklemiştir (Tan, 2002: 43).

Bu çalışma ile geçiş ekonomilerinde Türkiye örneğinden hareketle kamu borçlarının finansal piyasalar üzerindeki ağırlığının tespiti ve kamu borçlarının sermaye piyasasına etkilerinin değerlendirilmesi yapılacaktır.

## 2. Finansal Piyasalar

Piyasa, bir malın alıcı ve satıcılarının karşılaştığı ve bu malın satın alınması işleminin yapıldığı yer anlamına gelmektedir (Giray, 1994: 233). Finansal piyasalar ise bu bağlamda menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır.

Finansal piyasalar, tasarruflarını ve fon fazlalıklarını nemalandırmak isteyenlerle, çeşitli ihtiyaçları için para arayanların oluşturdukları piyasalar şeklinde tanımlanabilir (Akgün, 1996: 1).

Piyasa ekonomisinin işleminde önemli bir fonksiyona sahip olan finansal piyasalar, mevcut fonların en üretken sahalara aktarılması ve tam rekabet şartlarında meydana gelen fiyatlar aracılığıyla ekonomiye bilgi temin edebilmek gibi iki önemli ve temel işlevi yerine getirirler (Cantürk, 2000: 43).

Finansal piyasaların işleyebilmesi için üç temel unsura ihtiyaç vardır (Aydemir, 1995: 40). Bunlardan birincisi; elinde fon bulduran ve bu fonları belli bir getiri karşılığında fon talep edenlere aktarmaya hazır olan fon sahipleridir. Fon arz edenler, kurumsal yatırımcılar olabileceği gibi, kendi tüketim ve harcamalarından tasarruf ederek artı kalan geliri elinde bulduran hane halkı da olabilir. İkincisi; yeni yatırımlara girmek isteyen, ama elinde bu yatırımları finanse edebilecek kaynağı olmayan ve belli bir yüke katlanarak fon talebinde bulunan kişilerdir. Esas itibarıyla bunlar, ekonomide meydana gelen tasarrufları, finansal piyasalar aracılığıyla alarak reel yatırımlara dönüştüren müteşebbislerdir. Ancak ekonomideki fonları talep edenler sadece reel yatırımlara yönelen

müteşebbisler değildir. Bazen nakit açığından kaynaklanan ihtiyaçlarını gidermek amacıyla devlet de finansal piyasalara girmekte ve fon talep etmektedir. Üçüncüsü ise; fon arz edenlerle fon talep edenleri belli bir yerde birleştiren, arz edilen fonları, fon ihtiyacı olanlara aktaran aracı teşekküllerdir.

Finansal sistem içindeki menkul kıymetler borsaları, sermaye birikimini sağlamak ve bu sermayenin rasyonel yatırımlara dönüşmesine imkân sağlamaktadır. Borsalar sermaye meydana getirmekle kalmaz, sermayenin belli bir aile veya grubun mülkiyetinden daha geniş bir tabana, yani halka yayılmasını sağlarlar (Uludağ ve Arıcan, 1999: 117).

Finansal piyasalar geleneksel olarak iki alt gruba ayrılırlar. Bunlardan birincisi para piyasasıdır ve kısa vadeli yani bir gecedan bir yıla kadar fon arz ve talebi karşılanır. Para piyasası araçları kolayca nakde dönüştürülebilecek niteliktedir. Banka mevduatı, hazine bonosu, repo, mevduat sertifikası ve finansman bonosu gibi finansal araçlar, para piyasasında işlem görürler. İkincisi ise, sermaye piyasasıdır ve bu piyasada uzun yani bir yıldan daha fazla vadeli fon arz ve talebi karşılar. Sermaye piyasaları, menkul kıymetlerin fon talep edenlerce ihraç edilerek piyasaya sunulduğu birincil piyasa ve söz konusu menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasadandır oluşur. Hisse senedi, tahvil, gelir ortalığı senedi gibi araçlar sermaye piyasası araçlarıdır (Birsan, 2000: 11).

Türkiye’de sermaye piyasasının işleme esasları ve sermaye piyasası kurumları diğer ülkelerdeki türdeşlerine benzer şekilde 1981 yılında çıkarılan 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunuyla düzenlenmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ise 1986 yılında faaliyete başlamıştır.

Finansal hizmetler sektörünün etkinlik ve verimliliği büyük ölçüde rekabete ve rekabetin derecesine bağlıdır. Rekabet derecesi ise finansal sektörün piyasa yapısıyla yakından ilişkilidir. Kurumsal farklılaşma, diğer bir deyimle, farklı finansal ürün ve hizmet sunan finansal kuruluşların sektörde faaliyette bulunması ve genel olarak faaliyette bulunan kurum sayısının artması, sektörün rekabet derecesini artırmakta ve sektörün ekonomiye olumlu katkı oranını yükseltmektedir (Ekren, 1998: 167). Finansal piyasalarda rekabetin engellenmesi, çalışma etkinliğinin gerçekleşmemesine yani kredi faizleri ile mevduat faizleri arasındaki farkın asgariye indirilmemesine sebep olur. Eksik rekabet şartları, mevduat sahiplerine düşük gelir, kredi alanlara ise yüksek maliyet şeklinde yansır (Cantürk, 2000: 45).

Finansal sektör inanılmaz teknolojik ilerlemelerin yardımıyla, tüm sektörler içinde en küresel sektör haline gelmiştir. Küreselleşme finans sektörü için hem büyük fırsatlar hem de yeni büyük zorluklar meydana getirmektedir. Her yerdeki finansal kuruluşlar, birleşerek daha büyük yeni gruplar oluşturmakta ve giderek artan ölçüde hem bankacılık, sigorta, menkul kıymetler alım satımı ve aracılık yüklenimi ve yatırım yönetimi gibi geleneksel ticarî faaliyet sınırlarını aşarak, hem de küresel ağlar oluşturmak

suretiyle millî sınırları aşarak ürün ve hizmet satmaktadırlar. Sermaye coğrafi sınırları yıldırım hızıyla aşmakta ve genellikle aynı anda ve aynı yönde hareket etmektedir (sürü riski olgusu). Son yirmi yıl içinde finansal kuruluşlar, tipik bir sürü davranışı içinde, küresel finansal ekonominin seçilen kısımlarında toplu olarak kısa süreli kâr fırsatlarının peşinde koşmuş ve riskin aşırı yoğunlaşmasına yol açmış ve algılanan herhangi bir kriz esnasında ise aynı hızla bu ekonomilerden kaçmışlardır (Wolfensohn, 2000).

Finansal sistemde, başta Merkez Bankası olmak üzere, ticarî bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, finansman şirketleri, menkul kıymet aracı kurumları, faktoring şirketleri ve leasing şirketleri gibi çok sayıda kurum ve kuruluş vardır. Menkul kıymet borsaları hariç olmak üzere, finansal piyasalar fiziken bir mekâna sahip değildirler. Ama modern iletişim araçları, finansal piyasalarda her an işlem yapılabilecek imkânları ve ortamları sunmaktadır. Bir ülke ekonomisi reel kesim ve finansal kesim olarak ikiye ayrılır. Finansal kesimin reel kesimin oluşumunu izlediği ve reel kesimin yapısının finansal kesimin organizasyonunu belirlediği söylenebilir (Akgün, 1996: 1). Reel kesim bir vücudun et ve kemiği ise, finansal kesim o vücudun elbisesidir. Her çeşit fazlalık fonlara belirli ve istenilen vadelerde getiri imkânı sağlayan bir piyasa, tasarrufların artırılması ve sermaye birikiminin sağlanabilmesi için en önemli vasıtalandır.

Türkiye’de finansal piyasalarda devletin işlevi ve görevi; piyasaya girişi düzenleme, yasal işlemleri ve mevzuatı düzenleme ve denetimi sağlayarak gerektiğinde müdahale etmektir.

Türkiye’de finansal sisteme toplam aktif büyüklüğü açısından bakıldığında, (Merkez Bankası hariç olmak üzere) bankalar ilk sırada yer alır. Daha sonra Merkez Bankası ve sigorta şirketleri gelmektedir. Özel finans kurumları, finansal kiralama şirketleri ve faktoring şirketleri ise sıralamada bu kurumları takip ederler.

### **3. Kamu Borçlanma Araçlarının Finansal Piyasalara Etkileri**

Kamunun topladığı kaynakları kullanma biçimi ekonomi üzerinde çok önemli seviyede etkilidir. Devlet borçlanarak sağladığı kaynakları yeni yatırımların finansmanında kullanırsa millî gelir ve buna bağlı olarak kişisel gelir artacak, beraberinde refah seviyesi yükselecektir. Ama kaynaklar verimli sahalara yatırılmaz ve üretim artışı bu kaynakların harcanması sonrasında gerçekleşmezse sadece tüketim uyarılmış olacaktır. Ekonominin mevcut durumu da uyarılan tüketimi karşılayacak seviye ve durumda değilse enflasyonist ortam kendini gösterecektir. Borç olarak toplanan kaynaklar yatırım dışı sahalarda kullanıldığında piyasadaki para hacmini etkileyerek yeni satın alma gücü meydana getirecektir (Hicks, 1989: 35–37). Kamu borçlanma kâğıtlarının alıcısı özel sektör kuruluşlarıdır. Bu kuruluşlar yatırım yapmak için kullanacakları kaynaklarıyla kamu kâğıtlarını almaları halinde nakit miktarlarında ve oranlarında bir düşüş olacak ve ekonomik faaliyetlerinde de mecburen bir daralma meydana gelecektir. Bu kuruluşların

devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamu kâğıtlarını tercih etmelerinin sebebi; yatırımdan sağlanacak getiriden ve kamu dışında tahvil ve bono ihraç eden kuruluşların kâğıtlarından elde edilecek getiriden daha fazla bir getiri ele edecek olmalarıdır. Kamu kâğıtlarının bankacılık sektörü dışındaki kurum ve kuruluşlara satılması durumunda, özel sektörün elindeki likit ve likiditesi yüksek varlıkların kamu kesimine aktarılması söz konusudur. Özel sektörün nakit ihtiyacı bu durumda faiz oranlarının yükselmesi yönünde bir baskı yapacaktır.

Kamu kesiminin diğer kesimlere göre ekonomik ve finansal kararlar üzerinde önemli etkileri vardır. Bu kararların etkileri fonksiyonel açıdan iki ayrı karakterdedir. Birincisi ekonomik karar birimi olarak kamunun arz ve talebinin piyasaya oranla büyüklüğü nedeniyle piyasayı ve ekonomiyi etkilemesi, ikincisi ise arz talep etkisinin yanında kamunun otoritesini kullanarak ekonomiyi etkileyici kararlar almasıdır. Ülkeden ülkeye farklı olmakla birlikte, kamunun her iki karakterdeki etkilerinin en yoğun ortaya çıktığı ekonomik sektörlerden birisi de finansal sektördür. Bu çerçevede kamu kesiminin ekonomi içinde genişlemesi ve özellikle finansman açıklarını karşılamak amacıyla finansal piyasalara girmesi sonucu özel kesimin dışlanması (Crowding-Out) olgusu ekonomi ve finans literatüründe çok tartışılan bir konudur (Komendi, 1985: 243–255).

Kamu kesimi açıklarının gerektirdiği finansman hacmi ve bu finansmanı gerçekleştirme biçimi kuşkusuz özel kesim birimlerini pek çok yönden etkilemektedir. Özel kesimin dışlanması birçok alanda ortaya çıkabilir. Bu açıdan bakıldığında dışlanma olgusu oldukça karmaşık bir ilişkiler yumağı içinde farklı biçimlerde ve farklı kanallarla ortaya çıkabilmektedir (Berksoy, 1989: 19).

#### **4. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Genel Olarak Değerlendirilmesi**

Türkiye’de ekonomik hayatta karşılaşılan en önemli problemlerden birisi, ekonominin genel dengesi içinde tasarrufların artırılması ve artan tasarrufların etkin bir biçimde yatırımlara kanalize edilmesinde karşılaşılan güçlükler olmuştur. Ekonomik kalkınmanın sağlanarak bunun sürekli hale getirilmesi ancak tasarrufların artırılması ve artan tasarrufların ise yatırımlara aktarılması ile mümkündür (Civan, 1994: 19).

Tasarrufların artırılması için makro ve mikro bazda ekonomik ve finansal politikalara, sosyal politikalara ve eğitim politikalarına ihtiyaç vardır. Artan tasarrufların müteşebbislerin kullanımına sunulabilmesi için de belli ihtiyaçlara cevap verebilen belirli kurum ve kuruluşlara ihtiyaç bulunmaktadır. Türkiye’de bu kurumların en önemlileri banka ve bankacılık sistemi, para ve sermaye piyasalarıdır.

Sermaye piyasası menkul kıymetlerin alım ve satımının, uzun vadeli fon talebi ve arzının karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir (Aksoy, 1988: 74). Sermaye piyasasının amacı bir yandan tasarruf sahiplerine; vade, getiri ve risk açılarından değişik ve çeşitli

finansal yatırım imkânları sunup tasarrufu özendirmek, diğer yandan bu kaynakları finansman ihtiyacı duyan firmalara aktarmak ve böylece ekonomik faaliyetlerin finansmanına katkıda bulunmaktır. Sermaye piyasaları, bir toplumun tasarruflarının toplanıp, nihaî kullanıcılara, ticarî ve sınaî girişimcilere veya hükümete transfer edilmesini sağlayan kurumlardan oluşur. Sermaye piyasası fon akışını kurumsal düzenlemelerle yerine getirir. Kamunun; doğrudan veya aracılar kanalıyla, açık veren sektörlerin yeni ihraç edilmiş uzun vadeli borçlanma vasıtalarını ve hisse senetlerini satın alarak, firmalara kısa veya orta vadeli borç sağlaması, birincil piyasayı oluşturur. Bu piyasada açık veren birim ya da net borçlu, finansal yükümlülüğünü artırır. Bu yükümlülük ya fazla veren birime veya herhangi bir sektöre (genellikle finansal aracılar) karşıdır. Birincil piyasa yeni ihraç piyasasıdır. Mevcut veya cari dönemde tedavüle çıkarılmış finansal yükümlülüklerin (kısa veya uzun vadeli borç veya hisse senedi) ticaretinin yapılması ise daha önceden çıkarılmış menkul kıymet ticaretini içeren ikincil piyasayı ifade eder (Tan, 2002: 45).

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde ikincil piyasalar likidite sağlamanın yanında, menkul kıymetlerin fiyatlandırılması yoluyla şirketlerin değerlendirilmesini sağladıklarından birincil piyasaları da doğrudan etkilemektedir (Grandhi, 1987: 5).

Günümüzde genellikle bir yıldan kısa vadeli menkul kıymetlerin ticaret ve ihracını ifade eden para piyasası ile bir yıldan daha uzun vadeli araçların ihracını ifade eden sermaye piyasası ayrımı kalkmış daha bütüncül bir yaklaşımla, sermaye piyasası kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde, kısa vadeli pek çok kredi çeşidi, borçlu ve alacaklı arasında yenilenerek adeta uzun vadeli hale dönüştürülmektedir. Ayrıca, banka ödünçleri ve hatta ticari krediler gibi kısa vadeli araçlar, uzun vadeli fonların ikamesi (tam ikame olmasa da) olabilmektedirler. Sermaye piyasasındaki yenilikler ve şirketlerin finansal uygulamaları kısa ve uzun vadeli araçlarda yoğunlaşmazlar. Ticari bankalar geleneksel olarak kısa vadeli tercihler yanında, portföylerinde uzun vadeli menkul kıymetler de bulundurmaktadırlar. Sigorta şirketleri geleneksel olarak uzun vadeli menkul kıymet tutarken önemli miktarda kısa vadeli menkul kıymet alımı da yapmaktadırlar. *Modern finansal sistemlerde vadeyi esas alan menkul kıymet yaklaşımı yerine portföy yaklaşımı daha geçerli olmaktadır.* Piyasa bölümlenmesi (segmentation) modern ekonomilerde nadiren ve zayıf olarak görülmektedir. Bu nedenle daha önce de belirtildiği gibi sermaye piyasasını, vade yapısını dikkate almadan, bütün finansman teknik ve araçları için kullanmak daha doğru olacaktır (Tan, 2002: 46).

Türkiye’de 1980’li yıllara kadar bankalar sistemi ve diğer para piyasası kurumları önemli bir gelişme göstermiş ise de sermaye piyasasının gelişmesi, yeniden düzenlenmesi ve ekonomide önemli fonksiyon icra eden bir kurum olarak oluşması, 2499 Sayılı Kanunla oluşmuştur. Bu kanun sermaye piyasasının iki önemli fonksiyonuna etkinlik kazandırmak amacına yöneliktir. Bunlardan birisi tasarruf sahiplerine çeşitli risk-getiri bileşimlerini kapsayan muhtelif yatırım alternatiflerini sunmak suretiyle onların net

bugünkü değerlerine veya net faydalarına maksimize etme; diğeri ise tasarruf edilen fonların optimal verimlilikle yatırımlara kanalize edilmesini sağlayarak ekonomideki kaynakların etkin kullanımını sağlamaktır (Civan, 1994: 19).

Sermaye piyasalarında görülen aracı kuruluşların (sigorta şirketleri, emekli sandıkları, bankalar ve bankerler, yatırım fonları ve kamu tasarruf sandıkları gibi) hemen hepsi Türkiye’de faaliyet göstermektedir. Ancak, uzun vadeli tasarrufları değerlendiren sigorta ve emekli sandıkları piyasalarda önde gelen kuruluşlar rolünü oynamaları gerekirken bunu yapmamakta veya yapmamaktadırlar (Demirkan, 1981: 20).

## **5. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kaynaklarının Kullanımında Kamu Kesiminin Ağırlığı**

Kamu ister borçlanmayı ekonomiye ve finansal sisteme müdahale aracı olarak görsün isterse kamu kesimi finansman açığının kapatılmasında bir araç olarak görsün, borçlanma etkileri itibarıyla finansal piyasaları ve finansal piyasalarda göstergeleri (fiyatlar ve büyüklükler) etkiler. Kaynakların ve fon imkânlarının kıt ve sınırlı olduğu bir finansal sistemde söz konusu bu etkiler kendisini özellikle özel kesimin fon imkânlarında daralma yoluyla daha yoğun olarak gösterecektir. Borçlanma ve özellikle de iç borçlanma, kamunun özel sektöre karşı bir rakip olarak doğrudan fon piyasalarına girerek finansman ihtiyacını gidermesini sağlar. Böyle bir durumda özel kesimin finansal dışlama etkisi kendini net olarak iç borçlanmada gösterecektir. Finansal dışlamanın göstergeleri, kamu borçlanmasının bir sonucu olarak faiz oranlarının yükselmesi ve özel kesime göre kamunun fon hacmindeki artıştır. Kaynakların kıt ve sınırlı olduğu bir ekonomik ortamda bir kesimin mevcut fonların büyük bir oran ve miktarına sahip olması diğer kesimin dışlanmasının en önemli göstergesidir. Bu şartlarda kamunun fon kaynaklarına olan talebi faiz oranlarını yukarı yönde itecek ve bu durumda özel kesim maliyetlerin artmasından dolayı dışlanmış olacaktır. Sermaye piyasasından kamu kesimi ve özel kesim birlikte yararlanmaktadır. Kamunun sermaye piyasasına etkilerinin ortaya konabilmesi için sermaye piyasasından sağlanan fonların, fon kaynakları olarak incelenmesi uygundur. Sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin vadeleri birbirinden çok farklıdır. Bu durumda vadeleri bir yılın ötesine uzanan menkul değerler karşımıza stok olarak çıkmaktadır. Bu nedenle önce birincil piyasalarda ihraç edilen menkul değerler incelendikten sonra bunların yılsonu stok durumları ele alınmalıdır. İkincil piyasaların incelenmesi ise doğal akışı içersinde birincil piyasa analizinden sonra yapılabilir (Tan, 2002: 47).

### **5.1. Birincil Piyasalardaki Gelişmeler**

Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin pazara ilk defa sunulmuş olup olmamalarına göre değerlendirilen birincil piyasalar, firmaların ve kamunun fon tedarik etmek amacıyla menkul değerleri ilk defa ihraç ettikleri ve fon arz



edenlerle temas ettikleri piyasalar olarak tanımlamıştık. Menkul kıymetler burada işlem görürler ve ikincil, üçüncül piyasalara aktarılırlar. Birincil piyasanın işlevi tasarruf fazlası veren, değerlendirilecek kaynağı bulunan birim ve kesimlerin, tasarruf açığı veren ve finansal yönden kaynağa ihtiyaç duyan birim ve kesimlere kaynak transferi sağlamasıdır. Sermaye piyasasının ana özeliği fonların zamanlar arasında tahsisidir. Bu süreçte iki risk söz konusudur. Bunlar, piyasa riski ve kredi riskidir. Piyasa riski sözleşme döneminde faiz oranlarında beklenmeyen değişimler olduğunda karşılılaşabilmesi muhtemel olacak kayıp ve kazançları ifade eder (Romer, 1993). Kredi riski ise, genel makro ekonomik şartlara ve firmanın borç/özvarlık yapısına bağlı olarak anapara veya faizlerin ödenmemesi durumunu ifade eder.

*Birincil Piyasalarda Menkul Kıymet İhraçları:* Genel olarak birincil piyasalarda fon ihraç eden kesimler iki gruba ayrılabilir. Bu kesimler fon ihtiyacı duyan ve reel kesimde yer alan kamu ve özel kesimdir. Türkiye’de 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılması ve özel kesime sermaye piyasasından fon sağlama imkânının getirilmesi ile birlikte özel kesim günümüze kadar kamunun tüm finansal baskılarına rağmen sermaye piyasasından fon sağlamaya çalışmıştır. Çalışmanın devam eden kısımlarında bu görüşler altında kamunun sermaye piyasası üzerindeki etkilerinin ortaya koyulması açısından birincil piyasalarda özel kesim ve kamu kesimi ihraçları ile bunların yılsonu stok durumları incelenecektir.

*Birincil Piyasalarda Kamu ve Özel Kesim İhraçları:* Türkiye’de menkul kıymet piyasası esasen borçlanma senedi ağırlıklı bir piyasadır. Kamu ve özel kesim ihraçlarının %96’sını borçlanma oluşturmaktadır (www.spk.gov.tr). Özel sektörün hisse senedi ihracına bakıldığında, Türkiye’de anonim şirketlerin finansmanında öz kaynakların çok önemli bir yer tutmadığı görülmektedir. Şirketlerin ticari bankalarla olan yakın ilişkiler ve vergi faktörü şirketleri borçlanmaya yöneltmektedir. Öte yandan, yatırımcılar açısından özel kesim hisse senetlerine olan güvensizlik, kamu kesimi menkul değerleri gibi daha az riskli yatırım imkânlarına yönelmesine sebep olmaktadır. Bu şekilde finansal sisteme giren tasarruflar firmaların birincil piyasadaki temin edecekleri fon kaynaklarını oluşturmaktadır. Kamunun artan finansman ihtiyacına paralel olarak toplam ihraçlar içindeki pay sürekli artmıştır. Kamu kesiminin finansman açığını emisyon yerine sermaye piyasası araçlarıyla gidermeye çalışması sebebiyle 1992–2004 aralığını kapsayan dönemde; kamunun sermaye piyasasından en büyük fon toplayan kesim olmasına sebep olmuştur. Bahsedilen bu dönemde kamu kesimi, sermaye piyasasına arz edilen kaynakların ortalama %90’ına el koymuştur. Birincil piyasalardaki kamu menkul kıymet ihraçları özellikle 1994 yılından itibaren önemli artışlar göstermiştir. Bunun doğal neticesi olarak özel kesimin payı da önemli derecede düşmüştür. 1994 yılından itibaren uygulanmaya başlanan kamu borçlanma politikasının sonucu birincil piyasadaki kamu payı 1994 öncesi döneme göre belirli oranlarda artmıştır. Özel kesim menkul kıymet ihraçlarının 1992 yılına göre 1993 ve 1994 yıllarındaki artış hızı düşüş gösterse de 1990 yılına göre sürekli artmıştır. Ancak bu artışlar kamu kesimi menkul kıymet ihraçları artışının özellikle 1994

yılından itibaren çok altında kalmıştır. Bu şekilde birincil piyasalarda oluşan fonlar içinde özel kesim payını yeterince artırma imkânı bulamamış, fonların büyük bir kısmı 1994 yılından itibaren artan oranlarda kamunun eline geçmiştir. Sermaye piyasasında kamunun ihraçlarının bu denli yüksek olması tesadüfî değildir. Kamu menkul kıymetlerinin özel kesim menkul kıymetlerine oranla daha avantajlı bir durumda bulunmasından kaynaklanmaktadır. Kamu kesiminin sermaye piyasası kaynaklarını bu derece yüksek miktarlarda çekebilmesinin esas sebebi, kuşkusuz borçlanmada uyguladığı yüksek faizler olmuştur. Faizin risk düştükçe düşmesi gerekirken, risksiz sayılabilecek kamu araçları genelde daha riskli özel sektör finans araçlarından fazla reel getiri vermiştir. Bu durum sadece para piyasalarının ana kurallarından birini bozarak, kaynak dağılımının rasyonelliğini bozmakla kalmamış, aynı zamanda sağlıksız bir borçlanmanın yükünü ilerideki yıllarda içinden çıkılmaz boyutlara getirmiştir.

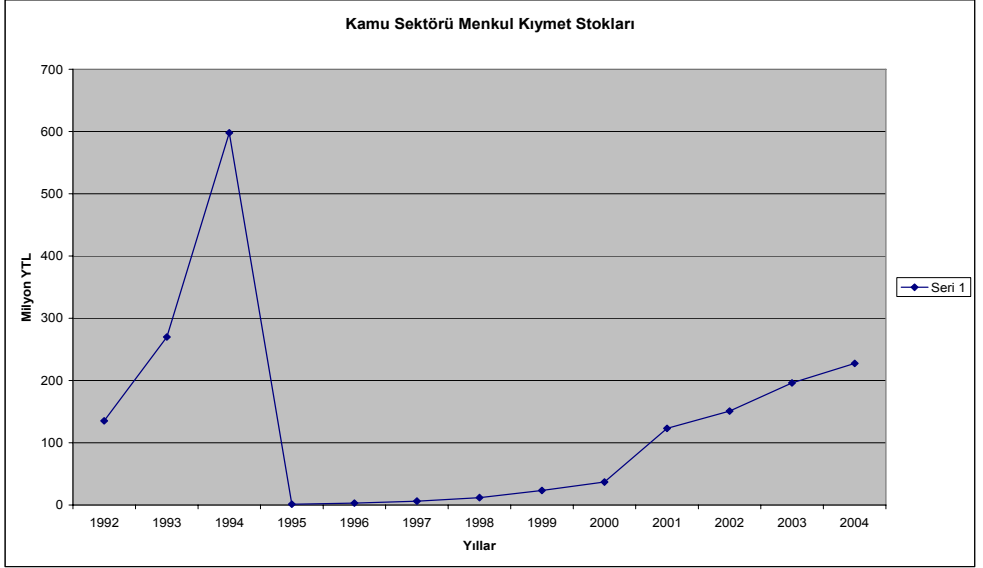
**Tablo: 1**  
**Menkul Kıymet Stokları**

MENKUL KIYMET STOKLARI												
Yıllar	KAMU SEKTÖRÜ				ÖZEL SEKTÖR				TOPLAM			
	Milyon YTL	Milyon \$	Toplam İçindeki Pay (%)	GSMH Oran (%)	Milyon YTL	Milyon \$	Toplam İçinde (%)	GSMH Oran (%)	Milyon YTL	Milyon \$	Dolar Değ. % Değişim	GSMH Oran (%)
1992	135	15.764	69,0	10,0	60,7	7.094	31,0	4,5	196	22.857	45,6	14,5
1993	270	18.681	70,7	10,5	112	7.749	29,3	4,3	382	26.430	15,6	14,8
1994	598	15.563	82,0	11,8	131	3.407	18,0	2,6	729	18.970	-28,2	14,3
1995	1.202	19.693	80,3	11,6	295	4.839	19,7	2,8	1.498	24.532	29,3	14,4
1996	2.849	26.500	86,6	14,5	441	4.106	13,4	2,2	3.290	30.606	24,8	16,7
1997	6.093	29.759	86,7	15,5	931	4.548	13,3	2,4	7.025	34.308	12,1	17,8
1998	11.789	37.699	86,1	18,3	1.899	6.072	13,9	2,9	13.688	43.771	27,6	21,2
1999	23.303	43.146	86,0	23,3	3.796	7.028	14,0	3,8	27.099	50.173	14,6	27,1
2000	36.802	54.784	84,3	27,2	6.868	10.224	15,7	5,1	43.670	65.008	29,6	32,3
2001	122.930	85.394	92,1	57,6	10.517	7.306	7,9	4,9	133.447	92.699	42,6	62,5
2002	150.939	92.345	92,0	51,3	13.177	8.062	8,0	4,5	164.115	100.407	8,3	55,8
2003	196.004	140.421	91,6	58,7	18.008	12.901	8,4	5,4	214.012	153.322	52,7	64,1
2004	227.415	169.447	90,0	56,6	25.186	18.766	10,0	6,3	252.601	188.214	22,8	62,8

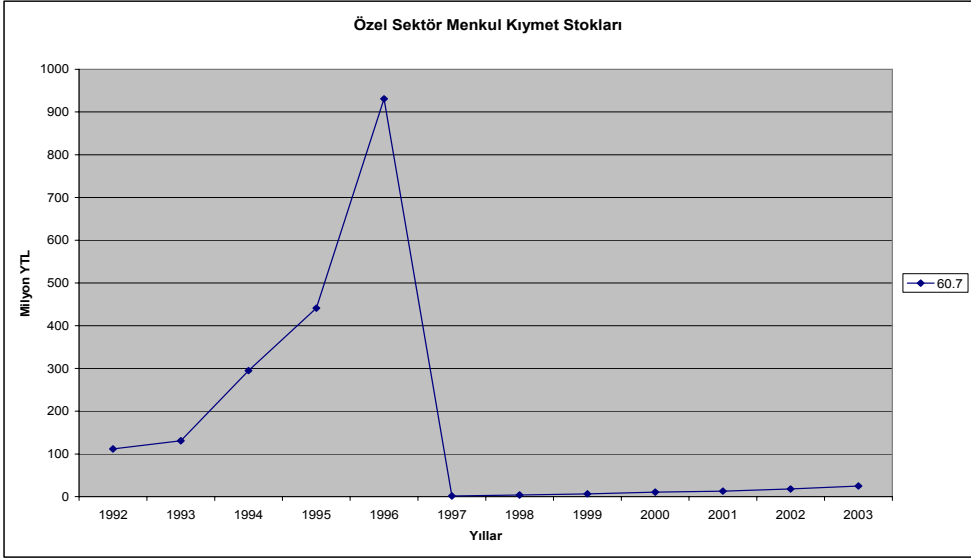
\* GSMH'ye oranlarda, hem stokların hem de GSMH'nin \$ değerleri kullanılmıştır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, <<http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=arastirmaraporlari>>, 17.09.2005.

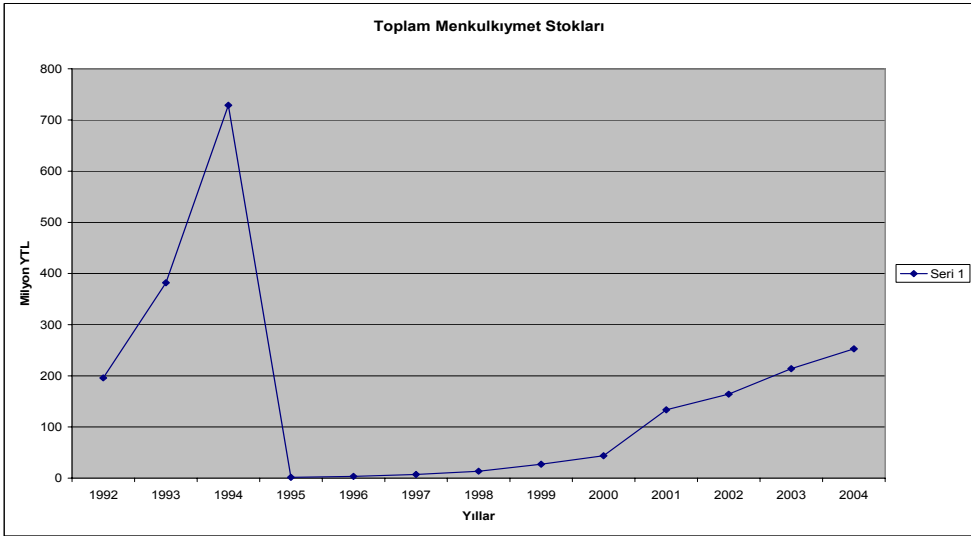
**Grafik: 1**  
**Kamu Sektörü Menkul Kıymet Stokları**



**Grafik: 2**  
**Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları**



**Grafik: 3**  
**Toplam Menkul Kıymet Stokları**



Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren artan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesi kamu menkul kıymet stoklarının hızla artmasına neden olmuştur. 1986 yılı sonunda 4,1 milyar dolar seviyesinde olan kamu menkul kıymet stokları 2004 yılı sonunda 169,4 milyar dolara yükselmiştir. Özel sektör menkul kıymet stokları da 1980'li yıllarda sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelerin yapılması ve İMKB'nin açılmasıyla hızla artmıştır. 1986 yılı sonunda 1,2 milyar dolar seviyesinde olan özel sektör menkul kıymet stokları 2004 yılı sonunda 18,8 milyar dolara yükselmiştir. 1991 yılına kadar özel kesim menkul kıymet stoklarının artış hızının kamu menkul kıymet stoklarından fazla olması, söz konusu yıla kadar toplam menkul kıymet stokları içinde özel sektör menkul kıymet stoklarının payının artmasıyla sonuçlanmış ve 1986 yılında %23,2 olan özel sektör menkul kıymet stoklarının payı 1991 yılında %43,9'a kadar yükselmiştir. Ancak 1991 yılından sonra kamu menkul kıymet stoklarının artış hızının yükselmesi buna karşın özel sektör menkul kıymet stoklarında (dolar olarak) 1998 yılına kadar genel olarak gözlenen düşüş, özel sektör menkul kıymet stoklarının payında önemli bir gerilemeye neden olmuştur. 2004 sonu itibarıyla toplam stok içinde %10 paya sahip olan özel sektör menkul kıymetlerinin tamamını hisse senetleri oluşturmaktadır. Böylece 1990'lı yılların başından itibaren mali piyasalarda kamu menkul kıymetleri lehine güçlü bir "crowding out" etkisi yaşanmış ve fonların büyük kısmı kamu kesimi tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte uygulanan ekonomik program ve bunun getirdiği mali disiplinle birlikte 2002 yılından itibaren az da olsa özel sektör menkul kıymetleri lehine bir gelişme yaşandığı gözlenmektedir. Bu gelişmenin artarak devam etmesi, kaynakların özel sektör tarafından verimli alanlarda kullanımını, dolayısıyla sermaye piyasalarının ekonomik büyüme ve toplumsal refahın yükseltilmesine katkısı artıracaktır (S.P.K., 2004: 24).

## **5.2. İkincil Piyasada Kamu ve Özel Kesim Finansal Araçların İşlem Hacmindeki Gelişmeler**

İkincil piyasalar, birincil piyasalarda daha önce piyasaya sunulmuş ve halen dolaşımda bulunan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalardır. İkincil piyasaların en önemli kurumları menkul kıymet borsaları ve finansal aracı kuruluşlardır. İkincil piyasalar, sermaye piyasasında yeni menkul kıymet arzı ile değil, fakat mevcutların el değiştirmesi ile var olmaktır. Türkiye'de ikincil piyasalarda menkul kıymet alım satımı büyük ölçüde menkul kıymetler borsasının dışında oluşan tezgâh üstü pazarlar (over the counter market) şeklindedir. Bu durum bir kısım hisse senetlerinin borsaya kote edilmemiş olmasından dolayı işlem yapılamamasına, borsanın sadece İstanbul'da bulunması sebebiyle herkesin borsaya girememesine ve finansal varlıkların değer artışlarıyla ilgili hükümlerin hisse senedi pazarının dışına kaymasına sebep olmuştur. Birincil piyasaların gelişiminde ikincil piyasaların büyük önemi vardır. Birincil piyasalarda ellerinde menkul değer bulunan yatırımcılar ve aracı kurumlar bunları ikincil piyasalarda istedikleri zaman paraya çevirme imkânına sahiptirler. Küçük yatırımcılara menkul kıymet arzı ve küçük tasarrufların yatırımlara yönelmesi bu piyasada gerçekleşmektedir. İkincil piyasada meydan gelecek

daralmalar etkisini birincil piyasalarda göstererek, firma ve kamu kurumlarının fon tedarikini güçlendirir. Türkiye’de ikincil piyasa işlemleri 1986 yılından itibaren fiilen faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda gerçekleştirilmektedir. İkincil piyasalarda da, birincil piyasalarda kamu borçlanma senetlerinin üstünlüğünün bir sonucu olarak, ikincil piyasalarda yapılan işlem hacminin %90’ların üzerindeki kısmı kamu menkul kıymetleri ile yapılan işlemlerden oluşmaktadır. Menkul kıymet satışlarını gerçekleştiren birimleri, bankalar ile aracı kurumlar ve borsa komisyoncuları olarak iki başlıkta topladığımızda bankacılık kesiminin işlem hacmindeki payının %90 civarında olduğunu görürüz. Ancak 1991’den itibaren aracı kurumların ve komisyoncuların da payının artmakta olduğu gözlenmektedir. Bunun sebebi olarak, borsa kurulduğundan 1990 başlarına kadar, diğer destekleyici nedenler bir yana sayı olarak aracı kuruluşlar içinde bankaların ezici üstünlüğü ve güven unsuru gösterilebilir. Çünkü ikinci el piyasalarda, borsa likidite sağlama fonksiyonu icra etse de, esas fonksiyonu “oyun yeri” olarak algılanmaktadır. “*Borsada Oynama*” kavramının yaygın kullanılması bu olguyu pekiştirmiştir. İkincil piyasalarda menkul kıymet satışlarını gerçekleştiren birimleri, bankalar ile aracı kurumlar ve komisyoncular olarak iki başlıkta topladığımızda, bankacılık kesiminin işlem hacmindeki payının %90 civarında gerçekleştiği görülmekle birlikte 1991’den itibaren aracı kuruluşların ve komisyoncuların payının artmaktadır. Bankaların bu derece paylarının yüksek olmasının nedenlerinden en önemlisi sayı olarak aracı kuruluşlar içerisinde bankaların ezici üstünlüğü ve bu dönemler içerisinde bankalara olan güvenin varlığıdır. İkincil piyasadaki banka hâkimiyetinin temel nedeni kamu menkul kıymetlerinin çoğunlukla bu bankalarca alınıp satılmasıdır. İkincil piyasada borçlanma araçlarının işlem hacmine bakıldığında özel kesimde tahvilin %80 civarında bir paya sahip olduğu, yeni bir araç olan finansman bonosunun payının giderek arttığı görülmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetler ve banka bonolarında da bir artış söz konusudur. 1990–2000 aralığında kamu kesimi borçlanma araçlarına bakıldığında, hazine bonosunun başlangıçtaki üstünlüğünü devlet tahviline bıraktığı görülür. Ancak daha önce de açıklandığı gibi, kamu kesiminin finansman gereğini, hazine kaynakları yerine iç borçlanmayla karşılamayı tercih etmesi dolayısıyla, ihraç ettiği menkul kıymetlerdeki artış, işlem hacminin bu yükselişinde esas belirleyici olmuştur (Tan, 2002: 50–55).

### **5.3. Kamu Borçlanma Araçlarının Birincil ve İkincil Piyasalarda Talebini Etkileyen Unsurlar ve Talebin Güçlendirilmesi İçin Alınan Tedbirler**

Tasarruflarını yatırım araçlarında değerlendirmek isteyen birikim sahiplerinin yatırım yapmasını etkileyen faktörlerin başlıcaları, ekonominin genel durumu, yatırımcının şahsı ile ilgili faktörler ve yatırım araçlarına bağlı özelliklerdir (Aksoy, 1998: 14). Yatırıma karar verirken yatırımcıların bu kararlarını ilk önce şahsi ilgili faktörler, daha sonra ise genel ekonomik durum ve yatırım aracının özellikleri belirler. Kamu, finansman ihtiyacını karşılarken yatırımcıların bu isteklerini göz önüne almalıdır. Özellikle yüksek finansman gereksinimi halindeki kamu kesimi, borçlanma araçlarına daha fazla tedavül olanağı sağlayabilmek amacı ile yatırım araçlarına özel kesimden farklı olarak bir takım ek

çıkar ve kolaylıklar sağlayabilmektedir. Bir yatırımcı yatırım aracı seçimi yaparken, yatırımla ilgili aşağıdaki faktörleri göz önünde bulundurur:

**Yatırım Verimliliği ve Emniyet:** Borçlanma ihtiyacı duyan kamu, borçlanma politikasını başarıya ulaştırabilmek için yatırımların verimliliği ve emniyeti konusunda tasarruf sahiplerini ikna etmek ve artan oranda finansman ihtiyacı duyan özel kesim ile rekabet etmek zorundadır. Bu durum kamu kesiminin kendi borçlanma araçlarını satın alan tasarruf sahiplerine özel kesim finansman araçlarına göre daha fazla menfaat sağlama zaruretini meydana getirmiştir. Yatırım araçlarından sağlanan esas menfaat faizdir. Parasını kamu borçlanma senetlerine yatıran kişiler veya kuruluşlar düzenli ve güvenilir gelir kaynağı arayan kişiler olarak paralarını kamu borçlanma senetlerine bağlarlar ve kamu da bu gruplara faiz adı altında ek bir ödemede bulunmayı kabul etmiş olur. Kamu faiz oranı, ekonomik dengenin zaruretlerine göre belirlenmektedir. Faiz oranının belirlenmesi devlet yönünden bazı şart ve etkenlerin göz önünde tutulmasını gerektirir. Faiz oranını belirleyen etkenlerin başında kamu borçlanma senetlerinin vadeleri gelir. Uzun vadeli senetlerin faizi kısa vadeli senetlere göre daha yüksek oranda olur. Çünkü uzun vadeli senetlerin likiditeleri kısa vadeli senetlerden daha azdır ve alacaklı uzun bir süre likiditeden vazgeçmek için daha yüksek bir bedel talep edecektir. Bu durum genellikle piyasada büyük likidite sıkıntısının olduğu zamanlarda ortaya çıkar ve geçicidir (Görgün, 1963: 92). Faiz oranları, kamunun paraya olan ihtiyacından, kamuya duyulan güvenden, ekonomik konjonktürden etkilenir. Bu faktörler tutarlı bir şekilde göz önünde tutularak senetlerin başarı şansı artırılmıştır. Kamu borç senetlerinin faiz oranı kanunla belirlenir ve “nominal faiz” adı verilir. Ancak senetlerin reel faiz oranları, bazı başka faktörlerden dolayı farklılık arz edebilir. Çünkü kamu borçlanma senetlerini tasarruflarında bulunduran yatırımcılar elde ettikleri nominal faiz dışında başka maddi menfaatler de elde edebilirler. Örneğin, senetlerin nominal değerlerinden daha düşük bedelle (başa baş altında) satılması, ikramiye, prim, vergi muafiyeti gibi avantajlar tanınması söz konusu olabilir. Bunların hesaplanması ile “reel faiz” elde edilir. Ülkemizde kamu borçlanma senetlerine en yüksek talep bankalardan gelmektedir. Bunun sebebi ise, bankaların kamu borçlanma senetlerine ilişkin ihalelere girmelerinde diğer tüzel kişilere göre çeşitli avantajlara sahip olmalarıdır. Banka ve kamu kuruluşlarına hazine ihalelerinde gerçek ve tüzel kişilere göre farklı teminat uygulanması bunun bir örneğidir. Gerçek kişiler bu ihalelerde teminat olarak, verilen teklifin tamamı kadar teminat yatırmak durumundayken; bankalar ve kamu kuruluşları için bu teminat oranı %1’dir. Bundan dolayı bankalar ve kamu kuruluşları hazine bonolarının genel alıcıları olmuşlar, özel sektörün ve tasarruf sahiplerinin payları göz ardı edilecek seviyelerde kalmıştır. Bankaların kamu borçlanma araçlarını büyük oranda almalarının diğer bir sebebi de disponibilitelerinin yükümlülükleri dolayısıyla kamu borçlanma araçlarına yatırmak zorunda kalmalarıdır. Bankaların talep nedenlerinden bir diğeri ise bonoların müşterileri ile yaptıkları repo işlemlerinde kullanılmasıdır. Repo (geri satın alma anlaşması) belli bir tarihte, belli bir fiyattan aynı menkul kıymeti satın almayı taahhüt ederek, menkul kıymet satışı suretiyle fon teminini içeren bir anlaşmadır. Diğer taraftan şirketler ise ters repo yapmak suretiyle hem kısa vadeli nakit fazlarını

değerlendirmekte hem de genellikle mevduat faiz oranları üzerinde gelir elde etmektedirler. Ayrıca kamu borçlanma araçları bu anlaşmada teminat fonksiyonu görmektedir (Tan, 2002: 57–59).

**Yatırımın Vergi Durumu:** Kamu borçlanma senetlerinin sağlayacağı menfaatlardan bir diğeri ise gerçek faiz oranını artıran ve devlet borçlanma senetlerinin sürümünü kolaylaştıran vergi muafılığıdır. Bu uygulamada senetlerden elde edilecek bütün gelirler, gelir vergisi ve öteki vergilerin kapsamı dışına tutulur. Senetlerin bu muafılığı gerçek faiz oranını artırmaktadır. Bir ülkede vergiler ağır ise, ya da ağırlaştırılmaları söz konusu ise yahut vergi kanunları son derece karışık ise, vergi muafiyeti tahvillerin ihracını kolaylaştırılacaktır (Tanner, 1979: 214–218). Türkiye’de devlet tahvilleri ve hazine bonolarının faiz gelirleri her türlü vergiden muaf olarak ihraç edilmişlerdir. Bu tür faiz gelirini kurum elde etmişse, bu kurumlar vergisi matrahına dâhil edilmemiş fakat hissedarlara dağıtılması halinde gelir vergisi stopajına tâbi tutulmuştur.

**Yatırımın Likidite ya da Pazarlanabilme Derecesi:** Bütün finansal araçlar para ile ifade edilmekte ve paraya çevrilebilme derecesine likidite denilmektedir. Varlıkların satışına karar verilmesi ile paraya çevrilmesi arasında geçen süre içerisinde piyasa değeri azalıyor ve daha düşük değerle paraya dönüştürüyor ise likidite derecesi düşmektedir. Bu durum yatırımcının seçimini etkilemektedir (Aksoy, 1988: 33). Bu durumu göz önünde bulunduran kamu bazı mübadeleler için özel likidite ve tedavül imkânları tanır. Bu şekilde kamu, tahvil alıcılarının iş hayatlarında likit değerlerinde bir azalma hissetmemelerini ve tahvillerin sıkışık durumda bulunan iş adamlarınca düşük fiyatla satılarak devlet itibarının zayıflamamasını sağlamış, kararsız iş adamlarını tatmin etmiş ve piyasaya daha fazla tahvil satış yapma imkânı da kazanmış olmaktadır. Tahvil sahiplerine tanınan bu olanakların başında tahvillerin süresi dolmadan istenildiği zaman “paraya çevrilmesi” gelir. Ayrıca borçlanma senetlerinin repoya konu olabilmesi kamu kâğıtlarının likidite ve pazarlanabilme derecesini artırmaktadır. Türkiye’de borçlanma senetlerinin sürümünü kolaylaştırmak ve tedavül imkânını sağlamak için uygulamada “tahvillerin hazinece satılan milli emlak bedellerinin ödenmesinde ve resmi dairelerce yapılan artırma, eksiltme ve sözleşmelerde itibarî (nominal) değerleri üzerinden teminat olarak kabul olunmaları” ilkesi yer almaktadır. Türkiye’de çıkarılan hemen bütün tahvillerde görülen bu ilke ile devlet tahvillerine tedavül ve likidite imkânı sağlanmış olmaktadır.

Kamunun borçlanmada sağladığı bu avantajlar özel kesim ile kamu kesimini sermaye piyasasında toplanan kaynakların paylaşımı açısından haksız rekabet ortamına itmiştir. Bunun sonucu olarak, sermaye piyasasının kaynaklarının verimli kullanılmasına katkısı ile faiz oranlarını düşürücü fonksiyonunu yerine getirmesine engel teşkil etmektedir (Tan, 2002: 61).



## 6. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kaynaklarının Kullanımında Özel Sektörün Finansal Dışlanması

Literatürde dışlanma olayı daha çok finansal dışlanma çerçevesinde tartışılmaktadır. Finansal dışlanmanın geniş çevrede tanımlanması ve boyutlarının saptanması oldukça güçtür. Zira kamu açıklarının parasal genişlemesi ve/veya dış âlemden fon aktarılması yoluyla finansmanında da özel kesimin kullanabileceği potansiyel fon hacminde daralma olmaktadır. Ancak, temelde dışlanma olgusu kamu kesiminin hane halkı fazlalarını kendisine kanalize etmesi ile ortaya çıkmaktadır. Dışlanmanın boyutu özel kesimin fon talebinin faiz esnekliği yanı sıra hane halkının kamu-özel kesimi araçları arasındaki portföy tercihine göre belirlenmektedir. Nihayet, kamu borçlanması daha sonraki dönemlerde faiz ve anapara ödemesi zorunluluğu nedeniyle kamunun cari transfer harcamalarını şişirmekte, bu da kamunun yeniden borçlanması ve dolayısıyla özel kesimin finansal dışlanmasının büyümesi sonucunu doğurmaktadır (Tan, 2002: 61–65).

Kamu kesiminin açık vermesi durumunda, ekonomide dışsal fonlarla finanse edilmesi gereken iki kesim ortaya çıkmaktadır. Bu durum ekonomide oluşan fazlaların kendilerine aktarılabilmesi için özel kesim ile kamu kesimi arasında rekabete sebep olacaktır. Ancak bu rekabet esnasında, kamu kesimi kendi borçlanma araçlarının satışını kolaylaştırabilir. Kamunun finansal piyasalarda ilave bir talep oluşturması fonların maliyetinde yükselmelere neden olacaktır. Bu ise özel kesimin sermaye piyasası kaynaklarından dışlanması olarak tanımlanmaktadır. Kamu kesiminin ekonomi içinde genişlemesi ve özellikle finansman açıklarını karşılamak amacıyla, gereken finansman hacmi ve bu finansmanın gerçekleştirilme biçimi özel sektör birimlerini pek çok yönden etkilemektedir. Ancak günümüzde finansal dışlanma etkisini net olarak oluşturan, kamu finansman yönteminin finans kesiminden doğrudan borçlanma olduğu ileri sürülmektedir. Bu tür borçlanma kamunun finansal araçlar kullanarak hane halkı fazlalarını özel kesim finansmanından çevirip, kendi açıklarının finansmanında kullanmasıdır. Fazlaların bir fon havuzu oluşturduğu varsayılırsa, kamu kesiminin bu havuzun artan parçasını kullanması özel kesim finansmanında kullanılacak parçanın küçülmesine neden olacaktır. Finansal dışlanma (financial crowding-out) bu etkiyi tespit etmektedir. Kamu kesimi açıklarını finanse etmek için finansal piyasalara doğrudan kendi finansal araçlarıyla girebildiği gibi finansal araçlarının plasmanında diğer finansal kurumları (bankalar) da kullanabilir. Bu tür operasyonlar genellikle faizli devlet tahvili, hazine bonosu vb. araçlar kullanılarak gerçekleştirilir. Finansal piyasalarda kamu ek bir talep oluşturarak özel kesimin kendi finansmanını sağlamak amacıyla ihraç ettiği hisse senedi, tahvil gibi araçlarla rekabet etmek durumundadır. Sistemde kamunun kendi araçlarının plasmanında bir zorlamaya başvurması söz konusu değilse, bu rekabet etkisi, faiz oranlarının yükselmesini beraberinde getirecektir. Bu durum kamu finansmanı sonucu faizlerin yükselmesi ve finansal dışlanmanın önemli bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Faiz oranları yükseldiğinde özel kesimin faize duyarlı harcamalarında bir gerileme olacaktır. Özel kesimin sermaye piyasasından dışlanmasının boyutu kamunun piyasadan çekeceği fon

hacmine bağlı olmakla birlikte, özel kesimin fon talebinin faiz duyarlılığı yüksek ise, kamunun fonlara ilave bir talep meydana getirmesi sınırlı bir faiz yükselmesine sebep olacak, aynı zamanda özel kesimin fon talebinde daha yüksek bir daralma olacaktır. Eğer özel kesimin fon talebinin esnekliği düşük ise önemli bir talep daralmasının gerçekleşmesi için faiz oranının büyük ölçüde yükselmesi gerekecektir. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde fon talebinin faiz esnekliğinin oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde finansman maliyetlerinden ziyade fon hacminin sınırlı olması temel etken olmaktadır. Kaynaklardaki bu sınırlılık açık veren özel kesim birimlerinin yüksek faiz oranlarında da fon talebini sürdürmelerine neden olmaktadır. Özel kesimin sermaye piyasası kaynaklarından dışlanması yukarıda belirtildiği gibi kendi fon talep esnekliklerine bağlı olmakla beraber hane halkının portföy tercihleri de dışlanmanın boyutu üzerinde etkili olmaktadır. Hane halkı tasarruflarını değişik şekillerde değerlendirme eğilimindedir. Bu değerlendirmede esas yatırım araçlarının getirilerinin yanı sıra risk vs. unsurlar ve tercihler de belirleyici olabilmektedir. Hane halkı tasarruflarını, özel kesim menkul kıymetlerinde değerlendirmek yerine kamu kesimi menkul kıymetlerinde tercih ederse net bir dışlanma olgusu söz konusu olacaktır. Tersine bir durum yani hane halkının kamu kesimi menkul kıymetlerini özel kesim menkul kıymetlerine ikame edebiliyor bulmuyorsa, bu takdirde özellikle hisse senetlerinde getiri oranı düşük olsa dahi portföylerinde özel kesim finansal enstrümanlarını da muhafaza edeceklerdir. Bu durum ise, finansal dışlanmanın boyutlarında daralmaya neden olacaktır. Finansal dışlanma sonucunu doğurabilecek diğer bir yaklaşım ise kamunun finansal araçlarının plasmanında banka sistemini kullanmasıdır. Özellikle kamu kesimi finansal araçlarının bankalar tarafından satılması veya banka karşılıklarının finansal araçlarda tutulma zarureti ve işlemleri özendirici önlemler bankaların üretebileceği kredi fonlarının kamu kesimine aktarılmasına sebep olarak, özel kesimin bu fonları kullanılmasında engel oluşturacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal yapıya bankaların hâkim olması, bankalar aracılığıyla fon aktarılmasına sebep olmaktadır. Bu durumda ortaya çıkacak finansal dışlanmanın boyutu, bankaların zorunlu olarak kamu menkul kıymetlerine tahsis ettikleri fonlar dışında, hane halkı ve banka yöneticilerinin portföy tercihlerine de bağlı olmaktadır.

## **7. Borçlanma - Sermaye Piyasası Etkileşimi ve Sonuç**

Türkiye 1992 sonrası dönemde birçok ülkede olduğu gibi, ekonomik şartlardan dolayı giderek artan oranda ve sürekli borçlanmıştı. Yüksek borç artışların sebepleri ise bütçe tekniklerinin değişmesi, bazı genel bütçe gelirlerinin mahalli idarelere verilmesi, bütçe dışı fonlarının oluşturulması, Hazinesinin Maliye Bakanlığı'ndan ayrılması ve vergi muafiyetleridir. Neticede bütçe açıklarının büyümesine sebep olan bu gelişmeler, kamu borçlarında ve GSMH içindeki oranlarında yükselmelere neden olmuştur (Yülek, 1998). Kamu kesimi açıklarının kaynaklarında 1994 sonrasında değişimler olmuştur. Bu yıllara kadar KİT'lerin finansman açıkları söz konusuyken bu tarihten sonra bütçe açıkları dikkat çekicidir. Bu durumun en önemli sebepleri 1993 ve sonrasındaki yıllarda yapılan vergi indirimleri ve bazı kamu gelirlerinin fonlarla bütçe dışına çıkarılmış olmasıdır. Kamu

açıklarının bu şekilde KİT'lerin finansmanından, bütçe açıklarının finansmanına kaymış olması 1992 sonrasında kamu açıklarının finansmanında kullanılan kaynak ve yöntemlerin değişmesine yol açmıştır. 1992 öncesi dönemde kamu otoritesi, finansman açıklarında Merkez Bankası kaynaklarına yönelirken, 1992'li yıllarla birlikte dış ve iç borçlanmayı tercih eder olmuş ve daha sonra ise genel olarak iç borçlanmaya yönelmiştir. Borçlanmadaki artışlar bütçe harcamalarına, borç servisi ve anapara ödemesi yükü getirerek, bu tür harcamaların bütçe harcamaları içerisinde çok önemli paylara sahip olmasına sebep olmuştur. Bu durum bir yandan bütçe harcama yapısının esnekliğinin yitirilmesine yol açarken, diğer yandan ek borçlanma ihtiyacının katlanarak devam etmesine sebep olmuştur. Bu gelişim konsolide bütçenin bir maliye ve ekonomi politikası aracı olarak kullanılma imkânını azaltmış, konsolide bütçeyi bir **“borç bütçesi”** haline getirmiştir.

Hazine bonusu ya da devleti tahlili ile karşılaştırıldığında risklerin yüksek olması bono ve tahvil piyasasında ağırlıklı olarak işlem gören menkul kıymetlerin kamunun ihraç ettiği hazine bonoları ya da devlet tahvilleri olması sonucunu doğurmaktadır. Türk finans sisteminde, bankacılık kesimi egemenliğini kırmak ve istikrarlı bir kalkınma için yatırımlara gerekli finansmanın sağlanmasına hizmet etmek amacıyla kurulmuş ve faaliyete geçmiş olan sermaye piyasası, 1994 yılından itibaren kamunun borçlanma politikasından doğal olarak etkilenmiştir. Bu süreçte, bazı finansal araçlarla piyasaya girerek fon sağlamaya çalışan şirketler, sermaye piyasasının yeni kurulmasından kaynaklanan bazı sıkıntılar yanında, kamunun en büyük alıcı olarak piyasaya girmesinden dolayı, kamu ile eşit olmayan şartlarda (kamunun düşük riskli borç senetlerine yüksek faiz vermesinden ve vergi muafiyetinden) rekabet etmek durumunda kalmışlardır. Netice olarak da sermaye piyasasının çok büyük bir kısmı kamunun hâkimiyeti altına girmiştir. Yüksek faizli ve vergiden muaf hazine bonolarının teminat olarak kullanılabilmesi ve her an nakde dönüşebilirliği, finansman kuruluşları için hem bir rakip, hem de cazip bir gelir kaynağı olmuştur. Bu sebeple süper faizli bonolar, bankaların vadeli mevduata uyguladıkları faiz oranlarını düşürmelerinde önemli bir direnç oluşturmuştur. İkincisi, daha verimli alanlara yönelebilecek fonlar kamuya aktarılmıştır.

Pozitif reel faizle uygulanan iç borçlanma, bankalar ve diğer borç verenler lehine reel bir nakdi transfer oluştururken, bankaların mevduatı krediye dönüştürme eğilimini düşürmüş, diğer yatırım fırsat ve araçlarının gelişmesini engellemiştir. Gerçekten de risksiz fakat en yüksek getirili olan iç borçlanma senetleri ikinci el piyasada da işlem hacminin %85'lik kısmını oluşturmuştur. Kamunun sürekli finansman ihtiyacı ve artan oranda borçlanma araçlarını kullanması sermaye piyasasında kamu ağırlığını ortaya çıkarmıştır. Bu durum sermaye piyasası kaynaklarının kullanımı açısından kamu ve özel kesimi bir rekabet ortamına itmiştir. Ancak kamunun özel kesime göre piyasaya yönelik kararlarda daha etkili olması ve kendi borçlanma araçlarının talebini artırmaya yönelik aldığı kararlar birincil ve ikincil piyasalarda ihraçların ve işlemlerin kamusal ağırlıkta olmasına sebep olmuştur. Bu durum faiz oranları üzerinde baskı oluşturarak özel kesimin

fon imkânlarının daralmasına sebep olmuştur. Özellikle kamu iç borçlanmasının kamu dışı kesimler için kullanılabilir kaynaklar üzerinde çok önemli etkileri olmuştur. Kamunun artan oranda bir takım finansal araçlarla piyasadan borçlanmasıyla birlikte, finansal sisteme egemen olan mevduat bankaları kaynaklarının büyük kısmı kamu kesimince kullanılmıştır (Tan, 2002: 67). Kamunun bu şekilde borçlanması veya sürekli açık vererek borçlanmaya ihtiyaç duyması her iki sektöre de olumsuz etkiler yapacaktır. Ancak, sermaye piyasalarında ve kurumlarında yapılacak uygun ayarlamalar finans kesimindeki çeşitlenme ve yeni kurumların oluşumu bankaları tekel olmaktan çıkaracak ve faizlerin düşmesinde etkili olacaktır. Ancak bu gelişmelerin başarısı için şüphesiz, borçların sermaye piyasası ve bankalar üzerindeki baskısının indirilmesi gerekmektedir. Kamu borçlarının sermaye piyasası üzerindeki baskısının indirilmesi ancak kamunun ekonomideki ağırlığının azaltılması ve kamu harcamalarının vergi gibi sağlam kaynaklara dayandırılması ile mümkündür. Ayrıca, uzun vadede kamunun yatırım ve cari harcamaları yanında transfer harcamalarının kısılması gerekmektedir. Özellikle transfer harcamalarında faiz ödemelerinden dolayı oransal bir büyüklük varlığından dolayı üretilecek politikalar, bu harcamaların oransal payının azaltılması yönünde olmalıdır. Kamu tarafından kısa dönemde uygulanması gereken en önemli politika ise borçların vadesinin mümkün olduğunca uzatılmasıdır. Kamu borçlarının problem olarak ortaya çıkması borç miktarının yüksekliğinden ziyade borçlanma vadelerinin kısa olması ve faizden kaynaklanmaktadır. Bu durum her şeyden önce borç vade yapısının iyileştirilmesi gerektiğinin bir göstergesidir.

### **Kaynakça**

- Akgün, Yaşar (1996), “Devletin Malî Piyasalardaki Rolü”, *Hazine Dergisi*, Ocak, S: 1.
- Aksoy, Ahmet (1988), *Menkul Kıymet Yatırım Analizi*, Ankara.
- Aydemir, Şinasi (1995), “Kamu Finansman Açığının Malî Piyasalar Üzerindeki Etkileri”, *Vergi Dünyası*, S: 171, Kasım.
- Berksoy, Turgay (1989), *Kamu İç Borçlanmasının Kamu Dışı Kesimler İçin Kullanılabilir Kaynaklar Üzerindeki Etkisi*, İstanbul.
- Birsen, Osman (2000), “Dünyanın 4’üncü Büyük Borsası Olduk”, *Hürriyet Gazetesi*, 2 Eylül.
- Broeck M. De & D. Guillaume & E. Van Der Stichale (1998), “Structural Reforms in Government Bonds Markets”, I.M.F. *Working Papers*, WP/98/108.
- Cantürk, Engin (2000), “Türkiye’de İç Borçlanma Politikalarının Finansal Piyasalara Etkisi ve Enflasyonu Düşürme Programı”, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Civan, Mehmet (1994), *Türkiye’de Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler*, Ankara.
- Demirkan, Uçar (1981), *Sermaye Piyasaları ve Türkiye Uygulamaları*, Ankara.

- Ekren, Nazım (1998), *Özel Finans Kurumları, 75 Yılda Paranın Serüveni*, Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yayınları, Kasım, İstanbul.
- Giray, Adil (1994), *Para Miktarı Faiz ve Malî Kurumlar*, Gazi Büro Kitabevi, 2. Baskı, Ankara.
- Görgün, Sevim (1963), *Maliye*, İstanbul.
- Grandhi, Jamshed (1987), “Reflection on the Opertions of Capital Markets”, *The Interrelationship*, S.P.K..
- Hicks, Norman L (1989), “Expenditure Reduction in High-Debt Countries”, *Finance and Development*, March.
- Komendi, R.C. (1985), “Does Deficit Financing Affect Economics Growth? Cross Country Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, May.
- Romer, D. (1993), “Why Should Government Issue Bond”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.25, May.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2004), *Yıllık Faaliyet Raporu*.
- Sermaye Piyasası Kurulu,  
<<http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>>, 17.09.2005.
- Tan, Ramazan (2002), “Türkiye’de Kamu Finansmanında İç Borçlanmanın Sermaye Piyasasına Etkileri ve Eğitimi”, *Basılmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- Tanner, J.E. (1979), “An Emprical Investigation of Tax Discounting”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11.
- Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan (1999), *Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar- Araçlar)*, 1. Baskı, Temmuz, İstanbul.
- Wolfensohn, James (2000), “Finansal Sektördeki Küresel Eğilimler”, *Basın Duyurusu*, 25 Mayıs, İstanbul.
- Yülek, Murat A (1998), *Financial Liberalization: The Real Economy, The Turkish Experince*, Publication Number: 110.