

# TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE İÇ BORÇLANMA VE SERMAYE PİYASASI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Hilmi ÜNSAL \*

## ABSTRACT:

Public dept requirement has been increased since 1990's in Turkey. Governments tend to domestic borrowing in capital market. Fund demand of public sector was increased interest rates and destroyed structure of financial markets. This paper analysed effect of domestic borrowing to capital market since 1990's in Turkey

## GİRİŞ

24 Ocak 1980 kararları ile başlatılan ekonomik serbestleşme sürecinin devamı niteliğinde olan ve finansal piyasaların serbestleşmesinin yasal altyapısını oluşturan 32 Sayılı karar 1989 yılında yürürlüğe konmuştur. Bu kararlar birlikte, yurtiçi piyasalar hiçbir yasal kısıtlama olmaksızın yabancı sermaye akımlarına açılmıştır. Bundan önce sermaye piyasasının oluşumuna yönelik ciddi bir adım olarak 1986 yılında İMKB kurulmuştur. Bu iki önemli düzenleme ile Türkiye'de sermaye piyasasının oluşumu başlatılmıştır.

Aynı dönemlerde kamu finansman politikası olarak borçlanmanın seçilmesi, yeni oluşum aşamasında olan ve finansal serbestleşme ile birlikte rekabet gücüne sahip olması gereken sermaye piyasasının sağlıklı bir şekilde yapılanması ve gelişimi üzerinde olumsuz etkiler doğurmuştur. Özellikle gelişmekte olan bir sermaye piyasasında oluşan kaynakların önemli bir kısmına iç borçlanma yoluyla kamu kesiminin el koyması; faiz oranları, döviz kurları ve özel yatırımlar gibi bazı ekonomik büyüklüklerin rekabetçi piyasa koşullarında oluşmasını engellemiştir. Bu çalışmada finansal serbestleşme süreci olarak adlandırılan 1990 sonrası dönemde uygulanan iç borçlanma politikalarının sermaye piyasası üzerindeki etkileri analiz edilecektir.

## I- İÇ BORÇLANMA ve SERMAYE PİYASASINA İLİŞKİN TEMEL BİLGİLER

### A. İç Borçlanma Kavramı

Genel kabul görmüş bir sınıflandırmaya göre; iç piyasadaki alınan veya ülke vatandaşlarından gerçekleştirilen borçlanma, iç borçlanma olarak kabul edilmektedir. İç borçlanmanın kaynakları bireysel ve kurumsal tasarruflardan oluşmaktadır. Bireysel tasarruflar, servet unsurlarından ve üretim faktörlerinden elde edilen gelirlerin tüketilmeyen kısmından oluşur. Kurumsal tasarruflar ise çeşitli yollarla kurumlar tarafından elde edilen gelirler ve elde tutulan kaynak stoklarından oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle, kurumsal tasarruflar çeşitli amaçları gerçekleştirmek üzere kurum şeklinde örgütlenmiş olan birimlerin kaynaklarından oluşmaktadır.

Günümüzde birçok devlet iç borçlanmayı önemli bir ekonomi politikası aracı olarak kullanmaktadır. Olaya bu yönüyle bakıldığında iç borçlanmanın iki temel nedeni karşımıza

\* Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Araştırma Görevlisi

çıkılmaktadır. Bunlardan birisi, kamu kesimi finansman yetersizliği, diğeri ise borçlanmanın makroekonomik politikalar için bir araç olarak kullanılmasıdır. Borçlanmanın nedeni olarak sayılan bir çok olgu, aslında kamu kesimi finansman yetersizliğinin bir nedenidir. Bu durumları kısaca şu şekilde sıralayabiliriz (İnce, 2001:11-13); kalkınmanın finansmanı, ekonomik darboğazların aşılması, savunma ve olağanüstü durumlar, bütçe gelir ve giderleri arasındaki zamana bağlı olarak ortaya çıkan dengesizlikler, eski borçların ve faizlerin ödenmesi vb. gibi durumlardır.

İç borçlar, ekonomide kaynak kullanıcılarını ve kaynak kullanımlarını değiştirmektedirler. Buna bağlı olarak bazı sosyal ve ekonomik etkiler ortaya çıkarmaktadır. Bu çalışmada söz konusu etkilere değinilmeyecek, sadece başlıkta belirtilen dönemde iç borçlanmanın sermaye piyasası üzerinde meydana getirmiş olduğu etkiler incelenecektir.

### **B.Sermaye Piyasası Kavramı, Piyasanın Yapısı ve İşleyişi**

Ekonomik sistem içerisinde, fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki fon akışı finansal piyasaların temelini oluşturur (Litter-Silber, 1991:25-26). Finansal piyasalar, fonların vadesine göre kısa vadeli ve uzun vadeli olabilirler. Kısa vadeli fon arz ve talebinin gerçekleştirildiği piyasalar para piyasaları, uzun vadeli fon arz ve talebinin gerçekleştirildiği piyasalar ise sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır (Litter-Silber, 1991: 33-34).

Sermaye piyasası, sacayağı şeklinde üç ayak üzerine oturtulmuştur. Bu ayaklardan birisi fon arz edenler, birisi fon talep edenler birisi de araçlardır. Fon arz edenler, bireysel ve kurumsal tasarruf sahipleridir. Fon talep edenler, genellikle kurumlardan oluşmaktadır. Bu kurumların en başında devlet ve diğer bazı kamu tüzel kişileri gelmektedir. Devletin dışında, yapacakları yatırımlar için gerekli sermayeyi bulmak amacıyla özel firmalar da fon pazarına çıkabilmektedirler. Fon talep edenler de, aynen arz edenler gibi ya bizzat kendileri ya da aracı kurumlar vasıtasıyla fon talep etmektedirler. Sermaye piyasasında fon alış-verişi faaliyetinde bulunan kurumlar; aracı kuruluşlar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarıdır. Aracı kurumlar, sunmuş oldukları aracılık hizmeti dolayısıyla belli miktarda bir komisyon olarak faaliyetlerini devam ettirmektedirler.

Sermaye piyasasında yer alan araçlar; tahviller, hisse senetleri, gelir ortaklığı belgeleri, kâr-zarar ortaklığı belgesi, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka bonoları ve banka garantili bonolar, gayrimenkul sertifikaları katılma intifa senetleri gibi menkul kıymetlerdir (Konuralp, 2001:29-37).

Sermaye piyasaları; birincil ve ikincil piyasalar olarak şekillenmektedir. Birincil piyasalar, finansal sistem içinde fon arz edenlerle talep edenlerin ilk karşılaştıkları piyasalardır. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasası araçlarının ilk işlem gördüğü piyasalar, birincil piyasalardır. İkincil piyasalar, daha önceden işlem gören araçların tekrar işlem gördüğü piyasalardır. İkincil piyasalar, borsalar ve tezgahüstü piyasalar olarak ikili bir yapı içerisinde çalışmaktadırlar (Konuralp, 2001:18-19). Borsalar; önceden kote ettirilen menkul kıymetlerin alım-satımının yapıldığı piyasalar iken tezgahüstü piyasalar ise borsa dışında yer alan ve dealerlerle jobberlerin kendi adlarına menkul kıymet alım satımı yaptıkları piyasalardır (Konuralp, 2001:19).

Sermaye piyasasının gördüğü fonksiyonlar; atıl kaynakların ekonomiye aktarılması ve küçük tasarruflara yatırım olanağı sağlanması, kaynak kullanım maliyetlerinin düşürülmesi ve kaynakların verimli alanlarda kullanılması, çeşitli kesimlere bilgi sağlama, yatırımcıların sermaye yetersizliğinin giderilmesi, risklerin azaltılması ve çeşitli araçlar arasında dağıtılması, ekonomik canlılığın artırılması ve rekabet koşullarının oluşturulmasıdır.

## II- 1990 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA VE SERMAYE PİYASASI

### A. 1990 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA

#### 1.İç Borç Stoku ve GSMH

1990 sonrası dönemde, yıllar itibariyle iç borç stoku ve stok artışları Tablo 1'den görülmektedir. İç borç stoku; yıllar itibariyle biriken ana para ve faizlerden oluşmaktadır. Bu alt başlık altında iki kıyaslama yapılacaktır. Bunlar; bir önceki yıla göre iç borç stokunda meydana gelen artış ve iç borç stokunun GSMH'ya oranıdır. İç borç stokunda meydana gelen artış; siyasi iktidarın kamusal kaynak temini konusundaki tercihini göstermektedir. Vergilendirme ve emisyon yerine iç borçlanmanın tercih edilmesi, siyasi iktidarın kolay ve popülist maliye politikası uygulamaya yöneldiğini göstermektedir.

**Tablo 1: İç Borç Stoku, bir Önceki Yıla Göre Artış ve GSMH İle Karşılaştırılması (milyar TL)**

Yıllar	İç Borç Stoku	Önceki Yıla Göre Artış	GSMH	İç Borç Stoku/GSMH
1990	57,180	36	397,178	14,4
1991	97,647	71	634,393	15,4
1992	194,236	99	1,103,605	17,6
1993	357,347	84	1,997,323	17,9
1994	799,309	137	3,887,903	20,6
1995	1,361,006	70	7,854,887	17,3
1996	3,148,984	214	14,978,067	21
1997	6,283,424	100	29,393,262	21,4
1998	11,612,886	85	53,518,332	21,7
1999	22,920,145	97	78,282,967	29,2
2000	36,420,620	59	125,596,129	29
2001*	122,157,260	298	179,486,078	68,1
2002**	144,184,506	-	-	-

\*geçici rakamlardır.  
\*\*ekim ayı itibariyle gerçekleşen rakamlardır

Kaynak: [http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok\\_gnp.htm](http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok_gnp.htm).02.12.2002

Türkiye'de 1990 sonrası dönemde bir önceki yıla göre iç borç stokunda meydana gelen oransal artış, %36 ile % 298 arasında değişmiştir. 1983'den itibaren iç borç stokundaki artış hızlanmış, 1990'lı yıllarda bu artış ölenemez boyuta gelmiş ve nihayet 2001 yılında %300'lere ulaşmıştır. Bu artışın nedeni; 1985 yılından itibaren uygulanan kamusal finansman politikası olarak vergilendirme yerine borçlanmaya kayış olmuştur. Dış borçlanma olanaklarının azlığı, iç borçlanmaya yönelişi kamçulamıştır. 1990'lı yıllarda ise bu politika iyice yaygınlaşmış ve krizlerin de etkisiyle bu artış ölenemez boyutlara ulaşmıştır. 1990'lı yıllardaki artışın en temel nedeni artan kamusal açıklar ve bu açıkların kapatılması için etkin bir vergi politikasının oluşturulmamasıdır.

Kamu finansman politikası aracı olarak iç borçlanmanın tercih edilmesi, iç borçlanmanın vadesinin kısılması ve faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. 1994 yılında

meydana gelen ekonomik kriz, iç borç stokunu önemli ölçüde artırmış ve bu krizin yansımaları 1996'lı yıllara kadar devam etmiştir. 1997-1999 döneminde meydana gelen artışların nedeni ise dünyada yaşanan ekonomik buhranın da etkisiyle Türkiye'de yaşanan kriz ortamıdır (esasen bu krizin nedeni de iç borç sarmalındaki önlenemez artış ve fiyatlar genel düzeyindeki yükselmedir). 2001 yılındaki olağanüstü artış (%298) ise uygulanan kur sisteminin kriz nedeniyle bozulması ve bu bozulmanın iç borçlanma ana para ve faizlerini çok kısa bir sürede artırmasıdır.

İç borç stokunun GSMH'ya oranı kümülatif olarak iç borç yükünü göstermektedir. Bir ülkede oluşan iç borç stokunun toplam nüfusa bölünmesi, bireyler üzerindeki iç borç miktarını gösterir. Bu miktarın bireylerin gelirine oranlanması ise bireysel iç borç yükünü gösterir. Ancak söz konusu iç borç yükünün tamamı, stokun oluştuğu dönemde yaşayan bireyler üzerinde kalmamakta, bir kısmı daha ileriki dönemlerde yaşayan bireyler üzerine aktarılmaktadır.

Tablo 1'de yer alan bilgiler incelendiğinde, Türkiye'de 1990'li yıllardan itibaren iç borç stokunun GSMH'ya oranı gittikçe arttığı gözlenmektedir. Sadece 1995 yılında nispi bir azalma söz konusudur. Bu yıla bakıldığında zaman GSMH'nın bir önceki yıla göre iki kattan daha fazla arttığı görülmektedir. Aynı dönemde iç borç stoku da artmıştır ancak uygulanan sıkı maliye politikası ile bu artış kısmen frenlenebilmiştir. Buradan çıkarılabilecek sonuç; yıllar ilerledikçe ülkemizde üretilen katma değer in daha fazla kısmının borç ödemelerine gittiğidir ve mal ve hizmet üretimine aktarılacak kaynakların azaldığıdır. Söz konusu oransal artışın nedeni, iç borç stokunun artış nedenleriyle paralellik arz etmektedir. İç borç stokunun artış nedenleri yukarıdaki paragrafta açıklandığı için burada tekrar açıklanmayacaktır.

## 2. İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı

İç borçlanma araçları; tahvil, bono, konsolide borçlar ve avanslardan oluşmaktadır. Tahvil ve bonolar alışılmış borçlanma senetleridir ve iç borçlanmada kullanılan en temel borçlanma araçlarıdır. Bonolar kısa vadeli borçlanma senetleri iken tahviller uzun vadeli borçlanma senetleridir. Konsolide borçlar ise yıllar itibarıyla, çeşitli nedenlere bağlı olarak Merkez Bankası hesaplarında oluşan borçlardır. Avanslar, geri ödenmek şartıyla Merkez Bankası tarafından hazineye verilen nakitlerdir. Türkiye'de 1990 sonrası dönemde iç borç stokunun borçlanma araçları itibarıyla dağılımı Tablo 2'de verilmiştir.

**Tablo 2: İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı (milyar TL)**

Yıllar	(1) İç Borç Stoku	(2)Tahvil	1/2 %	(3)Bono	1/3 %	(4)Kons.borç.	1/4 %	(5)Avans	1/5 %
1990	57,180	22,523	34,4	5,469	9,6	26318	46,0	2,870	13,9
1991	97,647	33,405	34,2	18,258	18,7	32,395	33,2	13,589	16,0
1992	194,236	86,388	44,5	42,247	21,8	34,602	17,8	31,000	19,7
1993	357,347	190,505	53,3	64,489	18,0	31,932	8,9	70,421	15,3
1994	799,309	293,384	29,4	304,230	38,1	133,417	16,7	122,278	14,1
1995	1,361,006	511,768	37,6	621,298	46,4	25,940	1,9	192,000	11,8
1996	3,148,984	1,250,154	39,7	1,527,837	48,5	40	-	370,000	5,4
1997	6,283,424	3,570,811	56,8	2,374,990	37,8	-	-	337,623	-
1998	11,612,886	5,771,980	49,7	5,840,906	50,3	-	-	-	-
1999	22,920,145	19,683,392	85,9	3,236,753	14,1	-	-	-	-
2000	36,420,620	34,362,937	94,4	2,057,684	5,6	-	-	-	-
2001*	122,157,260	102,127,926	83,6	20,029,334	16,4	-	-	-	-

\* geçici rakamlardır

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok-gnp.htm>

Tablo 2 incelendiğinde; 1990-1991 yılları boyunca toplam borç stokunun ortalama üçte birinin konsolide borçlardan oluştuğu görülmektedir. Bu durumun nedeni, uygulanan ekonomi politikaları ile bağlantılı olarak Merkez Bankası'nda oluşan borçlar ve uzun vadeli borç miktarının fazlalığıdır. İlerleyen yıllarda ise konsolide borçlar azalmış ve 1995 yılından itibaren de ortadan kalkmıştır. Ortadan kalkış nedeni, önceleri Merkez Bankası nezdinde çeşitli nedenlere bağlı olarak oluşan bu borçların sonradan konsolide borçlar kapsamında çıkarılarak hazine hesaplarında diğer borçların içine dağıtılmasıdır.

Aynı şekilde avanslar da 1995 yılından itibaren ortadan kaldırılmış ve böylece Merkez Bankası'nın hazineyi avans yoluyla finanse etme yükümlülüğü ortadan kaldırılmıştır. Avans uygulaması yürürlükte iken siyasi iktidarlar bu yolla disiplinsiz bir şekilde kaynak kullanmakta ve kamusal kaynak kullanımında savurganlığa neden olmakta idiler. Toplam borç stoku içinde yıllar itibariyle artış gösteren ve son olarak toplam stokun %80-95'ler civarındaki bir kısmını temsil eden borçlanma aracı ise tahvillerdir. Burada yıllar itibariyle borç vadeleri kısalırken tahvil miktarındaki artış yanıltıcı gibi gözükabilir. Çünkü düz bir mantıkla düşünüldüğünde; borçların vadesinin kısalması bonoların ağırlıklı olması sonucuna ulaştırabilir. Buradaki karışıklık; ülkemizde bir yıldan daha az vadeli borç senetlerinin tahvil adı altında çıkarılması ve bu senetlerin de tahviller kapsamında değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır.

### 3.İç Borç Stokunun Vadelerine Göre Dağılımı

Etkin bir borç yönetimi politikasının iki temel unsuru; borçların vadelerinin uzunluğu ve faiz oranlarının düşüklüğüdür. Vadeler uzadıkça risk ve belirsizliklerin artması bu iki unsurun bir arada gerçekleştirilmesi olanağını zorlaştırmaktadır. Uzun vadeli borçlar, alman borçların geri ödenmesi aşamasında daha avantajlı olması nedeniyle kısa vadeli borçlara oranda daha az olumsuz etkiye sahiptir ve daha fazla tercih edilmektedir. Ancak uzun vadeli borçların her zaman istenilen koşullarda istenilen piyasalardan bulunması zordur. Borçların vadelerinin kısalması, öncelikle kamu mali dengesi üzerinde olumsuz etkilere neden olmakta ve ardından da bir çok olumsuz ekonomik etkileri peşinden sürüklemektedir. Bunun yanında, faiz oranlarının artması söz konusu dengeleri daha da bozmakta ve içinden çıkılmaz hale getirmektedir. Nitekim son yıllarda ülkemizin yaşamış olduğu ve yaşamakta olduğu en büyük problemin birisi budur. Tablo 3, 1990'li yıllardan buyana ülkemizde gerçekleştirilen iç borçlanmanın vadelerini göstermektedir

Tablo 3:İç Borç Stokunun Vadelerine Göre Dağılımı ((milyar TL)

Yıllar	Kısa Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar	(2) İç Borç Stoku	Kısa Vadeli Borçl./Toplam	Uzun Vadeli Borçl./Toplam
1990	30,862	26,318	57,180	54	46
1991	65,252	32,395	97,647	67	33
1992	159,634	34,602	194,236	82	18
1993	325,415	31,932	357,347	91	9
1994	65,892	133,417	799,309	83	17
1995	1,335,066	25,940	1,361,006	98	2
1996	3,148,944	40	3,148,984	100	-
1997	6,283,424	-	6,283,424	100	-
1998	11,612,886	-	11,612,886	100	-
1999	22,920,145	-	22,920,145	100	-
2000	36,420,620	-	36,420,620	100	-
2001	122,157,260	-	122,157,260	100	-

Kaynak.: <http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok-gnp.htm>,  
<http://www.hazine.gov.tr/yayin/hazineistatistikleri/3-3.htm>

Türkiye'de 1990 sonrası dönemde iç borçlar vadeleri açısından incelendiğinde; 1995 yılına kadar vadelerin hızla kısaldığı görülmektedir. Vadelerin kısalmasına paralel olarak faiz oranları da artmış ve temel ekonomik dengeler bozulmuştur. 1996 yılından itibaren iç borçların tamamı kısa vadeli borç haline gelmiştir. Bu durum iç borçların sürdürülemez hale gelmesine neden olmuştur. Borç vadelerindeki bu kısalmanın en belirgin nedenleri; yıllar geçtikçe çığ gibi büyüyen iç borç faiz ödemelerinin bütçe dengesini bozması, kamu harcamalarının istenmeyen bir şekilde artması, buna karşın kapsamlı bir vergi reformunun yapılamaması nedeniyle yeterli vergi gelirinin toplanmaması gibi kamu maliyesi ile ilgili nedenlerdir.

#### 4. İç Borç Servisi ve Bütçe Büyüklükleri İle Karşılaştırılması

İç borç servisi, mali yıl içinde ödenecek ana para ve faizlerin toplamından oluşur. Ana para ödemeleri bütçe harcamaları içinde gözükmez, hazine hesapları içinde yer alır. Buna karşın faiz ödemeleri bütçe harcamaları içinde "transfer harcamaları" kalemi altında gözükür. İç borç faiz ödemelerindeki sürekli artış, kamu kesiminin iflasının en temel nedenidir. Belki de iç borçlanmanın bu kadar büyük problem haline gelmesinin ve çeşitli kesimler tarafından iç borçlanmaya olumsuz bakılmasının en temel nedeni iç borç faizlerindeki önlenmez artıştır. Tablo 5 iç borç ana para ve faiz ödemelerini göstermektedir.

**Tablo 5: İç Borç Servisinin Anapara ve Faizleri İle Bütçe Gelir ve Giderlerin Karşılaştırılması (milyar TL)**

Yıllar	(1)Anapara	(2)Faiz	(3) İç Borç Servisi	(4)K.B.Kamu Giderleri	(5)K.B.Kamu Gelirleri.	(6)Vergi Gelirleri	2/4	2/5	3/5	2/6
1990	14,648	10,037	24,685	67,193	55,239	45,399	14,9	18,1	44,6	22,1
1991	33,364	16,914	50,278	130,263	96,747	78,642	12,9	17,4	51,9	21,5
1992	82,115	34,087	116,202	221,658	174,224	141,602	15,3	19,5	66,6	24,1
1993	214,050	84,825	298,875	485,249	351,392	264,273	17,4	24,1	85	32,1
1994	588,115	229,912	818,027	897,296	745,116	587,760	25,6	30,8	109,7	39,1
1995	1,119,468	472,804	1,672,272	1,710,646	1,394,023	1,084,350	27,6	33,9	119,9	43,6
1996	3,389,039	1,335,516	4,724,555	3,940,162	2,702,034	2,244,094	33,8	49,4	174,8	59,5
1997	3,144,053	1,977,164	5,121,217	8,050,256	5,750,096	4,745,484	24,5	34,3	89,0	41,7
1998	8,844,833	5,626,676	14,471,509	15,614,441	11,887,552	9,232,930	36	47,3	121,7	61
1999	15,579,145	9,898,624	25,447,769	28,084,685	18,933,065	14,812,214	35,2	52,2	134,4	66,8
2000	18,968,070	18,609,423	37,577,493	46,602,627	33,440,143	24,516,334	39,9	55,6	112,3	70,2
2001*	123,876,596	40,484,246	164,360,842	80,579,065	51,542,970	39,735,928	50,2	78,5	318,8	101,8
2002**	84,469,046	35,348,242	119,817,289	98,132,000	71,218,000	57,911,000	36	49,6	168,2	61,0

\* geçici rakamlardır.

\*\*ekim ayı itibariyle gerçekleşen rakamlardır

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/2002yillik-borc.htm>,  
<http://www.muhasabat.gov.tr/mbulten/T1-1.htm>

Yıllar itibariyle incelendiğinde bazı yıllar hariç ana para ve faiz ödemelerinde- her zaman ana para fazla olmakla birlikte -paralel bir artış söz konusu iken 2000 yılından itibaren ana para ödemeleri faiz ödemelerinin gerisinde kalmıştır. Bu durumun nedeni; sürekli yığılan iç borçların krizle birlikte daha da artması ve faiz oranlarının da taşınamaz boyutları aşmasıdır. Esasen borç stokunu eritmek için yapılan yüklü ana para ödemeleri söz konusu stokun eritilmesinde beklenen yararı sağlayamamıştır.

İç borç servisi kamu gelirleri ile kıyaslandığında; 1993 yılına kadar bütçede yer alan kamu gelirleri toplam iç borç servisini karşılayacak düzeydeyken bu tarihten sonra karşılayamaz hale gelmiştir. Bu gösterge; kamu mali sisteminin iflas noktasına

geldiğinin bir diğer göstergesidir. Diğer taraftan sadece faiz ödemeleri son zamanlarda kamu harcamalarının %50'lerini, kamu gelirlerinin %78'lerini, daha da vahimi vergi gelirlerinin % 101'ini oluşturmaktadır. Bu noktadan sonra söylenebilecek tek şey kamu mali sisteminin engellenmesi çok zor bir uçuruma doğru sürüklendiğidir.

İç borçlanmanın kaynaklarının marjinal tasarruf eğilimi yüksek olan kesimler olması ve bu kesimlerin elde ettikleri borç faizlerini tekrardan aynı alana aktarmaları nedeniyle gelir dağılımı vergi mükellefleri ve düşük gelir grupları aleyhine bozulmuştur.

## **B. 1990 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI**

### **1.Sermaye Piyasasının Kuruluşu ve Gelişimi**

1990 sonrası dönemde Türkiye'de sermaye piyasasının incelenmesine geçmeden önce 1980 sonrasında sermaye piyasasına ilişkin gelişmeleri kısaca açıklamak yararlı olacaktır. Türkiye'de sermaye piyasasının yasal alt yapısı, 28.07.1981 tarihinde yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenmiştir. Bu kanuna göre piyasa, birincil ve ikincil piyasalar şeklinde örgütlenmiş olup, piyasada aracılık yapacak olan kuruluşlar, aracı kurumlar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır (Çiller-Çizakça, 1989:94-95). Yatırım fonları ve ortaklıkları borsanın kuruluşuyla birlikte faaliyete geçmemişler, daha sonradan yapılanmalarını tamamlamışlardır. 1986 yılında İMKB işlemeye başlamıştır. Sermaye piyasasının kurulmasından itibaren hemen ilk yıllar içinde piyasadaki fonların toplanmasında kamu kesiminin ağırlığı % 90'ların üzerinde seyretmiştir.

1988 yılına kadar sermaye piyasası çeşitli kesimler tarafından öğrenilmiş, hukuki alt yapı önemi ölçüde tamamlanmış ve artık gelişmekte olan sermaye piyasası yerine gelişmiş sermaye piyasaları grubuna dahil edilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır (Soydemir, 1997:170). 1988 yılında döviz ve efektif piyasaları, 1989 yılında döviz karşılığı altın piyasası kurulmuştur. 1992 yılında uluslararası borsa federasyonuna üye olarak uluslararası borsa olma niteliğini kazanmıştır. Daha sonraki tarihlerde sermaye piyasasının geliştirilmesine yönelik hukuksal ve yapısal düzenlemeler devam etmiştir.

### **2.Sermaye Piyasasında Gerçekleşen Fon Akımları**

Sermaye piyasasında işlem gören finansal varlıklar; hisse senetleri ve bono ve tahviller olarak ayrılmaktadır. Hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar; hisse senedi piyasaları olarak adlandırılırken, bono ve tahvillerin işlem gördüğü piyasalar, bono ve tahvil piyasaları olarak adlandırılmaktadır. Bono ve tahvil piyasaları borsa dışı ve borsa içi tahvil piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Aşağıda Tablo 6 söz konusu piyasaların işlem hacmini göstermektedir. Borsa dışı tahvil ve bono piyasasında 1996 yılına kadar repo işlemleri yapılmamaktadır ve bu yıla kadar işlem hacminin tamamı kesin satış işlemlerinden oluşmaktadır. Borsa dışı tahvil ve bono piyasaları işlem hacmi kamusal finansman talebine bağlı olarak 2000 yılına kadar sürekli şekilde artarken bu tarihten itibaren azalma eğilimine girmiştir. 2000'li yıllara kadarki dönemde tezgahüstü piyasalardaki tahvil ve bono işlem hacminin artmasından dolayı kamu kesimi kaynak gereksinimini karşılanmasında bu alana yönelmesinden kaynaklanırken 2000 yılından sonraki azalmanın bir nedeni yaşanan ekonomik krizken diğer bir nedeni ise iç borçların dış borçlarla ikamesi politikasıdır.

Borsa içi tahvil ve bono piyasaları örgütlenmiş piyasalar niteliğindedir ve bu piyasalardaki işlem hacmi yıllar itibariyle dengeli bir artış göstermiştir. Ancak tezgahüstü piyasalardaki gibi bu piyasalardaki işlem hacmi de aynı nedenlere bağlı olarak 2000 yılından itibaren duraklama ve azalma eğilimi içine girmiştir.

Hisse senetleri piyasası, tahvil ve bono piyasaları kadar gelişmemiştir. 1994 yılına kadar hisse senetleri işlem hacmi sadece ulusal pazardan oluşurken 1995 yılından itibaren yeni pazarlar açılmıştır. Yeni pazarların açılması ve halka açık şirketlerin sayılarının artması, hisse senetleri piyasasının işlem hacmini hızla artırmıştır. Tasarruf sahipleri içinde, hisse senetleri piyasasına fon en fazla fon arzeden kesimler küçük tasarruf sahipleri olarak adlandırılan bireysel yatırımcılar iken, bu piyasalar risk ve belirsizliğin fazlalığı ve getiri oranlarının azlığı nedeniyle kurumsal yatırımcılar tarafından pek fazla talep edilmemektedirler (Eser, 1995:30-31).

Hisse senedi ve tahvil piyasalarının işlem hacminin GSMH'ya oranı milli hasılların ne kadarlık bir kısmının piyasada fon akışı şeklinde işlem gördüğünü göstermektedir. Bu oran, piyasanın derinliği konusunda bir fikir verebilir. Söz konusu oranın yüksekliği piyasanın canlılığını ifade etmekte, piyasanın canlı olması ise ekonomik canlılık olarak kabul edilmektedir.

**Tablo 6:Hisse Senedi ve Tahvil Piyasaları İşlem Hacmi ve GSMH(milyar TL)**

Yıllar	(1)Borsa Dışı Tahvil ve Bono Piyasası	(2)Tahvil ve Bono Piyasası	(3)Hisse Senetleri Piyasası	Toplam (1+2+3)	GSMH	Toplam/GSMH
1990	99.876		15.313	115.189	397,178	29
1991	282.225	1.476	35.487	319.188	634,393	50,3
1992	626.734	17.977	56.339	701.100	1,103,605	63,5
1993	1.889.443	181.867	255.222	2.326.532	1,997,323	116,4
1994	7.913.869	1.026.675	650.864	9.591.408	3,887,903	246,6
1995	20.679.947	6.521.718	2.374.055	29.575.720	7,854,887	376,5
1996	66.746.888	21.051.433	3.031.185	90.829.506	14,978,067	606,4
1997	174.555.049	63.695.703	9.048.721	247.299.473	29,393,262	841,3
1998	360.537.386	115.274.469	18.029.966	493.841.821	53,518,332	922,7
1999	699.524.754	286.153.734	36.877.335	1022.555.823	78,282,967	1306,2
2000	1.328.551.195	720.457.558	111.165.396	2,160,174,149	125,596,129	1719,9
2001	887.069.774	736.115.366	93.118.834	1,716,303,974	179,486,078	956,2
2002	492.367.698	729.255.347	92.894.966	1,314,518,011	-	-

Kaynak:"<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>." adresindeki verilerden alınarak düzenlenmiştir

Tablo 6'ya göre; borsa işlem hacmi GSMH ile kıyaslandığında işlem hacminin GSMH'ya oranında çok hızlı bir artış olduğu görülmektedir. Buradan piyasanın derinleştiği sonucu çıkarılabilir. Ancak, işlem hacmindeki artışın nedeni, tahvil ve bonoların artışıdır. Oysa piyasanın derinleştiğinin söylenebilmesi için diğer unsurların yanında hisse senedi piyasasının gelişmesi ve işlem hacminin artması gerekmektedir. Hisse senedi işlem hacminin GSMH 'ya oranı ise %50'ler civarındadır. Bu oran ise derinleşme için yetersizdir.

Türkiye'de sermaye piyasasının kuruluşu ve gelişimi ile paralel bir şekilde aracı kurumların sayısı da artmıştır. Öyle ki İMKB işlem hacminin arttığı dönemlerde aracı kurumların sayısı da artmıştır (Taşkiran-Erkan, 1995:165). Aracı kurumlar, genel olarak sermaye piyasası araçları içerisinde hisse senetlerine yönelmişlerdir. Aracı kurumların hisse senedi işlemlerinin toplam işlem hacmi içindeki payları yıllar itibariyle %31 ile %85 arasında değişmektedir (Taşkiran-Erkan, 1995:167). Buradan çıkarılacak sonuç, aracı kurumların sermaye piyasasının işleyiş sürecinde etkin bir şekilde görev üslendiğidir. Burada belirtilmesi gereken bir nokta; aracı kurumların tamamının toplam



işlem hacmi içindeki dağılımının dengeli olmadığıdır. Büyüklük açısından ilk 10'a giren aracı kurumların işlem hacimleri toplam işlem hacminin %30'ları civarındadır (Taşkıran-Erkan, 1995:177). İlk 10 kuruluşun bu kadar yüksek paya sahip olması, bu kurumların asli fonksiyonlarını yerine getirmek yerine tekelleşme yoluna gitmelerine neden olmuştur.

### III-1990 SONRASI DÖNEMDE İÇ BORÇLANMANIN SERMAYE PİYASASI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

#### A.Özel Yatırımlara Ayrılan Kaynakların Azalması ve Dışlama Etkisi

İç borçlanmanın sermaye piyasası üzerindeki etkisi konusunda iktisat literatüründe genel kabul gören ve oldukça geniş bir tartışma alanı bulan olgu crowding-out olgusu olarak adlandırılan dışlama etkisidir. Dışlama etkisi; özünde, ödünç verilebilir fonlar piyasasında fon talep ediciler arasında meydana gelen mücadele sonucu ortaya çıkan bir etkidir (Buiter, 1990:163). Genel bir ayırım yapıldığında; piyasadan fon talep eden kesimler, kamu kesimi ve özel kesimdir. Kendi özel amaçlarını gerçekleştirmek için, fon toplama konusunda bu iki kesimin piyasada giriştiği mücadele sonucunda, kamu kesiminin yüksek faiz getirisi taahhüt etmesiyle, fonların kamu kesimine kayması özel kesimin kaynak olanaklarını azaltmakta ve özel kesim yatırımları daralmaktadır. Bu şekilde özel kesimin fon kaynaklarının azalmasına bağlı olarak özel yatırımların azalması dışlama etkisi olarak kabul edilmektedir.

Türkiye'de 1990 sonrası dönemde uygulanan kamusal finansman politikası, ödünç verilebilir fonlar piyasasındaki fon arz ve talebinin rekabet koşullarına göre oluşmasını engellemiştir. Şöyle ki kamu kesimi açıklarının kapatılmasında iç borçlanmanın kullanılması, devlet iç borçlanma senetlerinin yaygınlaşmasına neden olmuştur. Devlet iç borçlanma senetlerinin faiz getirilerinin özel kesime oranla fazlalığı ve risk unsurunun azlığı, toplam tasarrufların bu alana aktarılmasına neden olmuştur. Nitekim Tablo 7 incelendiğinde; 1990 yılından itibaren sermaye piyasasında oluşan kaynakların ortalama %95'lerden fazlasının kamu kesimi tarafından toplandığını göstermektedir. Bu durum; sermaye piyasasında kamu kesiminin özel kesim üzerinde meydana getirdiği dışlama olgusunun tespitinde en açık göstergelerden birisidir.

**Tablo 7: Yıllar İtibariyle Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynaklar (milyar TL)**

Kaynak: Rüya Eser, "Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynaklar ve Dağılımı", Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir

Yıllar	Kamu Kesimi	Özel Kesim	Toplam	Kamu Kesimi/Toplam	Özel Kesim /Toplam
1990	21,501,1	5088,0	26,589,1	80,8	19,1
1991	47,932,6	5939,2	53,871,8	89	11,0
1992	142,448,0	7186,3	149,634,3	95,2	4,8
1993	338,687,3	11,494,1	350,181,4	96,7	3,3
1994	873,112,9	38200,6	911,313,5	95,8	4,2
1995	1,690,503,4	54,048,8	1,745,552,2	96,8	3,2
1996	5,040,815	149,006	5,189,821	97,1	2,9
1997	6,259,962	288,188	6,548,150	95,5	4,5
1998	14,254,326	509,702	14,764,028	96,5	3,5
1999	28,889,515	711,279	29,600,794	97,5	2,5
2000	37,030,614	1,757,385	38,787,999	95,4	4,6
2001	210,344,127	2,488,095	212,832,222	98,8	1,2
2002*	92,463,982	1,503,157	93,967,139	98,4	1,6

\*İlk 8 aylık rakamlar

Değerlendirmesi, (1995-Ankara) Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:17, 28, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten, Haziran 2002, 179'dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Tablo 8, 2001 ve 2002 yılları itibariyle iç borç stokunun alıcılar arasında dağılımını göstermektedir. Tablo incelendiğinde, dikkat çeken nokta toplam borcun yarısından fazlasının kamu kesimine ait olduğu görülmektedir. Buradan çıkan sonuç, aslında kamu kesiminin bir taraftan kendi kendine borç verirken bir taraftan da borç ödediğidir. 2001 ve 2002 yılları karşılaştırıldığında; tabloda yer alan tüm kalemlere bir azalma görülürken "diğer kamu" kaleminde 5 katrilyon TL'lik bir artışın olduğunun görülmesidir. "diğer kamu" kaleminin altında yer alan hesaplardan birisi, "Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı" dır. 2002 yılı itibariyle bu hesapta ana para ve faiz toplamı olarak 12 katrilyon TL civarında para birikmiştir ve aynı kalemde, 2001 yılında biriken tutar 9 katrilyon TL'dir. 2002 yılına geçişte ortaya çıkan artış ise 3 katrilyon TL civarındadır. Dolayısıyla diğer kamu kalemindeki bu artış, önemli ölçüde ÇTTH'daki artıştan kaynaklanmaktadır.

**Tablo 8: 2001 ve 2002 Yılları İtibariyle İç Borç Stokunun Kamu Kesimi Ve Özel Kesim Arasında Dağılımı**

Kesimler	2001		2002	
	Trilyon TL	%	Trilyon TL	%
KAMU	80,574	66,0	79,107	52,8
Merkez bankası	32,546	26,6	28,112	18,7
Kamu bankaları	22,722	18,6	24,278	16,2
TMSF	150,80	12,3	11,024	7,4
Diğer kamu	10,225	8,4	15,694	10,5
PIYASA	41,584	34,0	70,763	47,2
TOPLAM İÇ BORÇ STOKU	122,157	100	149,870	100

KAYNAK: <http://www.hazine.gov.tr/stat/icborc.htm>

Dışlama etkisi, genel ekonomi üzerinde bazı etkilere neden olmaktadır. Öncelikle ekonomideki mevcut iktisadi kaynakların kullanımını gerçekleştiren aktörler ve kaynak kullanımı değişmektedir. Toplam kaynakların önemli bir kısmının kamu kesimi tarafından toplanması ve bu kaynakların kamusal yatırımlara aktarılması yerine açıkların finansmanında kullanılması kaynak kullanımında etkinsizliğe neden olmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan bir etki ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi amacının önünde ciddi bir engel teşkil etmektedir. Türkiye'de 1990 sonrası dönem incelendiğinde bu etki açık bir şekilde görülmektedir. Şöyle ki; sermaye piyasasında yaratılan toplam kaynakların % 90'lık bir kısmı kamu kesimi tarafından kullanılırken 1980'lerden itibaren devletin eğitim, sağlık gibi asli nitelikli kamusal hizmet üretimi giderek azalmıştır. Nitekim bütçe rakamları incelendiğinde söz konusu alanlara ayrılan harcama miktarları giderek azaldığı görülecektir.

Özel sektör yatırımları için gerekli kaynak olanaklarının daraltılması, çeşitli etkilere yol açmaktadır. Bu etkiler; reel GSMH artışının yavaşlaması, ihracatın azalması, özel firmaların yurtiçi ve yurtdışı rekabet güçlerinin azalması vb. olumsuz etkiler olarak sıralanabilir.

1990 sonrası dönemde özel kesimin sermaye piyasasındaki payı hisse senedi ve tahvil-bono dahil %3-4'ler civarındadır. Bu oran göstermektedir ki özel kesim, yapmayı planladığı yatırımlar için gerekli sermayeyi bulamamaktadır. Bu durumda kamu kesimi tarafından kullanılan kaynakların alternatif maliyeti artmaktadır. Eğer bu kadar büyük kaynak miktarı kamu kesimi tarafından toplanmasa idi reel yatırımların yapılmasında kullanılacak ve ülke ekonomisinde üretilen toplam katma değer artacaktı. Diğer taraftan

sermaye maliyetlerinin artmasıyla özel sektörün üretim maliyetleri artmakta ve ihracata yönelik üretimin gerçekleştirilmesi zorlaşmaktadır.

1980 sonrası dönemin en temel özelliği, uluslararası ticaretin serbestleşmesi konusunda tüm dünyada gerçekleştirilen çabalardır. Bu serbestleşme hareketleri, hem ulusal piyasalarda hem de uluslararası piyasalarda rekabeti daha da zorlaştırmıştır. Özel firmaların bu rekabet ortamına ayakta kalabilmelerinde sermaye yeterliliği öne çıkmıştır. Ülkemizde sermaye piyasasında oluşan kaynaklardan özel kesimin payına düşen kısmının azlığı, özel kesiminin rekabet gücünü azaltmıştır. Bu nedenle özel kesim sektörel anlamda gerektiği gibi gelişmemiştir. Bu dönemde özel sektörün gelişimi konusunda ortaya çıkan bu olumsuzlukların giderilmesi için bazı vergisel teşviklerin ve sübvansiyonların ve kredi desteklerinin verildiği görülmektedir.

### **B. Fon Piyasasının Sağlıklı Bir Şekilde Gelişiminin Engellenmesi ve Piyasalar Üzerinde Meydana Gelen İstikrarsızlık**

Serbest piyasa koşullarında diğer alt piyasalarda olduğu gibi ödünç verilebilir fonlar piyasasında da denge arz ve talebin karşılaşması ile oluşmaktadır. Arz ve talebi belirleyen unsurlar üzerinde dışarıdan gelebilecek herhangi bir etki, piyasasının oluşumunu bozabileceği, gibi oluşmuş bir piyasasının gelişimini de bozmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasasında işlem görevi kamu kesimi menkul kıymetlerinin faiz oranlarının yüksekliği ve risk unsurunun azlığı bir üretim faktörü olan sermayenin fiyatının sağlıklı bir şekilde oluşumunu olumsuz etkilemekte ve ödünç verilebilir fonlar piyasasının sağlıklı bir şekilde oluşumunu engellemektedir (Alpan, 2000:64-65). Şayet bu şekilde bir etki olmadan kamu ve özel kesim menkul kıymetlerinin risk ve getiri oranları birbirlerine yakın olsa, fon piyasasındaki rekabet ortamı oluşacak ve bu yolla yeni fon akıtım kanalları ve yeni finansal araçlar ortaya çıkabilecektir. Yeni fon akıtım kanallarının ve yeni finansal araçların piyasaya girmesi, hem fon arzedendenlerin hem de fon talep edenlerin piyasada yoğunlaşmasını sağlayacak, bu yolla endeksin sağlıklı bir şekilde gelişmesi sağlanacaktır. Endeksin sağlıklı bir şekilde artması, fon piyasasının canlanmasını ifade etmektedir. Fon piyasasındaki canlılık, sektörler arasındaki finansal akışkanlığı artırarak tüm ekonominin canlanması üzerinde itici bir etki meydana getirecektir. Nitekim ülkemizde iç borçlanma yerine dış borçlanmanın tercih edildiği dönemlerde endeksin hızla arttığı görülmektedir.

İç borçlanma, gerek borçlanmanın gerçekleştirilmesi aşamasında gerekse geri ödemesi aşamasında piyasalar üzerinde bazı olumsuz etkiler doğurabileceği gibi iç borç stoklarında meydana gelen artışlar da ekonomik istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. İç borçlanmaya bağlı olarak ortaya çıkan istikrarsızlıkta en önemli etken, faiz oranlarını yüksekliğidir. Faiz oranlarındaki artış, farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir ve ortaya çıkış şekline göre de farklı sorunları beraberinde getirmektedir.

Faiz oranlarındaki artış, kısa vadede iç borçlanmayla piyasadaki para miktarının azalmasına bağlı olarak ortaya çıkabileceği gibi, uzun vadede iç borçlanmanın bir sarmal haline gelmesi ve diğer finansman kaynaklarının tıkanmasına bağlı olarak da ortaya çıkabilmektedir. Para miktarının azalması para ve mal piyasasındaki dengeleri olumsuz etkileyebilmektedir. DİBS faiz oranlarındaki artış, özel sektörün yatırım maliyetlerini

artırarak maliyet enflasyonuna zemin hazırlayabilmektedir. Türkiye'de yıllardan beri süregelen yüksek enflasyonun bir nedeni de yatırımlar için gerekli olan sermayenin maliyetinin yüksekliğine bağlı olarak oluşan maliyet enflasyonudur.

202

Faiz oranlarının yüksekliği, uzun vadede TL'yi değerli hale getirerek döviz kurunun piyasa koşullarına göre oluşumunu da engellemektedir. Yüksek faizler ve aşırı değerli TL, spekülasyon amaçlı yabancı sermayeyi yurt içine çekmekte, bu dönemlerde piyasada döviz bolluğu yaşanmakta, ancak yabancı sermayenin ani bir şekilde geri çekilmesi piyasaları altüst etmektedir. Ülkemizde 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin temelinde de bu olgular yatmaktadır. Diğer taraftan söz konusu dönemlerde ithalat aratarak ihracat azalmakta ve ödemeler dengesi bozulmaktadır.

### C. Aracı Kurumlar Arasında Bankacılık Kesiminin Ağırlığının Artması

Bu dönemde, sermaye piyasasının iki temel ayağını oluşturan "fon talep edenler" kesimindeki kamu kesiminin ağırlığı ve "aracı kurumlar" kesimindeki bankaların ağırlığı sermaye piyasasının sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde gelişimini olumsuz etkilemiştir. Tablo 8, iç borçlanma senetlerinin alıcılara göre dağılımını göstermektedir.

Tablo 8: İç Borçlanma Senetlerinin Alıcılarına Göre Dağılımı (milyar TL)

	Bankalar		Res.kurş.		Ö. sektör		Hanehalk		Topl.
1990	17,963	85,9	2,700	12,9	238	1,1	0	0	20,901
1991	42,470	92,8	1,451	3,2	1,867	4,1	0	0	45,787
1992	118,341	79,1	20,929	14	5,943	4,0	4,477	3,0	149,689
1993	256,918	77,8	20,021	6,1	8,885	2,7	44,210	13,4	330,033
1994	601,453	71,5	82,544	9,8	22,446	2,7	134,957	16,0	841,400
1995	1,359,560	81,6	147,387	8,8	59,168	3,6	99,389	6,0	1,665,503
1996	3,902,227	84,4	458,464	9,9	132,033	2,9	132,697	2,9	4,625,421
1997	5,599,994	89,5	450,095	7,2	205,819	3,3	4,054	0,1	6,259,961
1998	12,377,480	86,8	1,142,759	8,0	554,368	3,9	179,717	1,3	14,254,323
1999	22,945,201	85,3	3,013,707	11,2	566,200	2,1	361,297	1,3	26,886,405
2000	24,636,819	75,9	6,593,039	20,3	1,238,450	3,8	238	0	32,468,546
2001	156,110,743	74,5	46,403,177	22,1	3,076,244	1,5	4,023,071	1,9	209,613
2002*	85,082,158	79,9	15,658,773	14,7	4,584,508		1,170,853	1,1	106,496,292

\*ekim ayı itibarıyla gerçekleşen rakamlardır

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok-gnp.htm>,  
<http://www.hazine.gov.tr/yayin/hazineistatistikleri/3-3.htm>

Yıllar itibarıyla bakıldığında ortalama olarak iç borçların %80'lik kesimi bankacılık kesiminden gerçekleştirilmektedir. Bu durum şunu göstermektedir; bankacılık kesimi büyük ölçüde devleti finanse etmeye odaklanmış olup ekonomide üslenmesi gereken rollerden uzak kalmıştır. Bankacılık sektörü, devlete borç olarak verdiği bu fonları, bireysel ve kurumsal tasarruf sahiplerinden topladığı için aracı vazifesi görmesi dolayısıyla, tahvil ve bono piyasalarının en güçlü aktörü haline gelmiştir. Özellikle sermaye piyasasının gelişmesinde ve derinleşmesinde önemli engeller ortaya çıkarmıştır. Bankacılık sektörünün yanında kamu kuruluşları da fonlarını devlet iç borçlanma senetlerine yatırarak değerlendirmişlerdir. Kümülatif olarak düşünüldüğünde, devlet bir taraftan kendi senetlerinden faiz geliri elde ederken bir taraftan da faiz ödemesi yapmaktadır. Devlet iç borçlanma senetleri içinde özel sektörün ve hanehalklarının payı ise çok azdır. Ancak bu rakamlar sadece birincil piyasalar için geçerli olan rakamlardır. İkincil piyasalarda ise bu dağılım değişebilir.

Aracı kurumlar olarak bankacılık kesiminin sermaye piyasası kaynaklarının büyük bir kısmına sahip olması ve bu kaynakları istediği gibi yönlendirip yönetmesi sermaye piyasasının sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde gelişimini engellemiştir. Mevduat faizlerinin yükselmesi, sermaye piyasasının devleti finanse eden bir piyasa haline gelmesinde önemli bir etkidir (Çakıcı, 1987:273). DİBS faiz oranlarındaki artış, bu senetlere yapılan spekülasyon yatırımların getirilerini artırırken bir taraftan da riskleri azaltmıştır. Bu durum sanayi sektöründe faaliyette bulunan şirketlerin, hatta KİTleri bile esas faaliyetlerini bırakarak devlet iç borçlanma senedi almalarına neden olmuştur. Nitekim bir çok özel şirketin karlarının %60'ından fazlası faaliyet dışı karlardan oluşmaktadır (Bolak, 1997:28). Bütün bu özelliklerinden dolayı İMKB'nin uluslararası sermaye piyasalarıyla entegrasyonu zorlaşmıştır ve yerel bir piyasa özelliğini bünyesinde taşımıştır (Akdoğan, 1992:46-49).

Aracı kurumların piyasada tekelleşmesi ve kamu kesiminin aşırı fon talebi, kaynakların verimli alanlarda kullanılamamasının en temel nedenidir. Bu dönemde bankalar fon pazarına girerek yüklü miktarda fon toplamışlar ve bu fonları, asli fonksiyonları olan çeşitli kesimlere kredi olanakları sağlamak yerine kamu kesimini finanse etmede kullanmışlardır. Bu şekilde bir taraftan kaynakların verimli alanlara aktarılması sağlanamamış diğer taraftan da sermaye tekelleşmiştir. Sermayenin tekelleşmesi, başlı başına kaynak kullanımında verimliliği engelleyen güçlü bir unsurdur.

#### VI-SONUÇ ve ÖNERİLER

Finansal serbestleşme süreci olarak ifade edilebilen 1990 sonrası dönemde, Türkiye'de gerçekleştirilen iç borçlanmanın sermaye piyasasının oluşumu ve gelişimi üzerindeki etkileri konusunda söylenebilecek sonuçlar üç başlık altında toplanabilir. (1) yüksek getiri ve düşük risk vaadiyle sermaye piyasasında oluşan kaynaklar iç borçlanma yoluyla kamu kesimi tarafından toplanmıştır. Bu durum özel kesimin kaynak sağlanma olanaklarını daralttığı için finansal dışlama etkisi oluşmuştur. (2) faiz oranlarının yüksekliği, sermayenin fiyatının rekabet koşullarında oluşmasını engellediği için piyasanın rekabet yapısı bozulmuştur. Bu duruma bağlı olarak ortaya çıkan zincirleme etkiler ise sermaye piyasasının sağlıklı bir şekilde oluşumunu ve derinleşmesini olumsuz etkilemiştir. (3) finansal piyasaların işleyişinde kanal rolü oynayan aracı kurumlar arasında bankacılık kesiminin ağırlığı tekel oluşturacak şekilde artmıştır. Bu durum, ülkenin ekonomik yapısı içinde finans kesiminin sağlıklı bir şekilde yapılmasına neden olmuş ve fon piyasası gibi önemli bir piyasanın rekabet koşullarından uzak bir şekilde işler hale gelmesine neden olmuştur.

Sermaye piyasası uzun vadeli fon arz ve talebin gerçekleştirildiği piyasalar olarak ifade edilmekte idi. Bu ifadeden yola çıkarak sermaye piyasasının işlevleri şu şekilde sıralanabilir; atıl kaynakların ekonomiye aktarılması, küçük tasarruflara yatırım olanağı sağlanması, kaynak kullanım maliyetlerinin düşürülmesi, kaynakların verimli alanlarda kullanılması, çeşitli kesimlere bilgi sağlama, yatırımcıların sermaye yetersizliğinin giderilmesi, risklerin azaltılması ve çeşitli araçlar arasında dağıtılması, ekonomik canlılığın artırılması ve rekabet koşullarının oluşturulmasıdır. Söz konusu fonksiyonların sağlıklı bir şekilde yerine getirilebilmesine yönelik öneriler üç başlık altında toplanabilir. Bunlar; (1) Sermaye piyasası üzerindeki kamu kesimi baskısının ortadan kaldırılması,

(2) Piyasanın derinleşmesinin sağlanması, (3) Güncel ekonomik koşullara uygun yasal düzenlemelerin yapılması.

Sermaye piyasası üzerindeki kamu kesimi baskısının ortadan kaldırılması; Sermaye piyasası üzerindeki kamu kesimi baskısının ortadan kaldırılması için yapılması gereken ilk işlemler; bir taraftan mevcut borç stokunun eritilmesi, diğer taraftan da kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılarak hızla ortadan kaldırılmasıdır. Bunun için kamu kesimi harcamaları reforma tabi tutulmalı ve devletin gerçek anlamda kamusal hizmet üretimine yönelik harcamalarının dışındaki harcamaları ayrıştırılarak tasarruf sağlanmalıdır. Diğer taraftan tüm mükellefleri kapsayacak şekilde, vergi yükünün çeşitli kesimler üzerinde adaletli bir şekilde dağılımını sağlayacak, kaçak ve kayıpları önleyecek bir vergi sistemi oluşturulmalıdır. İçinde bulunduğumuz dönemdeki iç borç stoku, vergi gelirlerindeki artış ve diğer bazı kamusal kaynaklar da kullanılarak eritilmelidir. Ayrıca faiz ve vade yapısı uygun ve siyasal anlamda ek yükler getirmeyecek dış borçlanma olanakları araştırılmalıdır.

Sermaye piyasasının derinleşmesinin sağlanması için piyasada tekelleşmeye neden olan oluşumlar izlenerek ekonomik ve hukuki yöntemlerle bu oluşumlar engellenmelidir. Yeni fon araçları oluşturularak yeni kanallar aracılığıyla fon akımı kuvvetlendirilmelidir. Piyasada risk ve getiri oranlarının rekabet koşullarında oluşmasını engelleyecek işlemler takip edilerek önlenmelidir. Piyasalara olan güveni artırmaya yönelik çalışmalar yapılmalıdır. Yabancı sermaye akımlarının piyasalar üzerinde meydana getirebileceği tahribat olasılıkları önceden tespit edilerek alternatif politikalar geliştirilmelidir.

Son olarak günümüz ekonomik koşulları dikkate alınarak, rekabet ortamında fon akımlarını gerçekleştirecek hukuki düzenlemeler yapılmalı, fon arz ve talebinde ortaya çıkabilecek haksızlıkların giderilmesi için gerekli yasal düzenlemeler yapılmalıdır.

#### KAYNAKÇA

AKDOĞAN, Haluk : "Türkiye Sermaye Piyasalarının Avrupa Topluluğu Sermaye Piyasalarına Entegrasyonu", İşletme ve Finans, 80 (Kasım 1992),

ALPAN, Fulya : "Türkiye'de İç Borçlanma Ve Para Arzının Finans Piyasasındaki Kısa Ve Uzun Dönemli Beklentiler Üstündeki Etkisinin Band Spektrum Yöntemi İle Çözümlemesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 37 (Aralık 2000)

BOLAK, Mehmet : "Sanayi Şirketleri Devlete Borç Veriyor", Banka ve Ekonomik Yorumlar, 11 ( Kasım 1997),

BUİTER, Williem H. : Principles Of Budgetory And Financial Policy, Harvester Wheatsheaf, (London 1990),

ÇAKICI, Latif : "Ekonomik Gelişme İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", Türkiye Ekonomisi Nereye Gidiyor?, (Ankara 1992) Ankara Üniversitesi Basımevi, Genişletilmiş Üçüncü Baskı. 108 (Rapor Gazetesi, 4 Kasım 1983)

----- : "Banka ve Bankerlik Olayları Unutuluyor mu?", Türkiye Ekonomisi Nereye Gidiyor?, (Ankara 1992) Ankara Üniversitesi Basımevi, Genişletilmiş Üçüncü Baskı. 273 (Milliyet Gazetesi, 26 Temmuz 1987)

ÇİLLER, Tansu - Murat ÇİZAKÇA : Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, (İstanbul 1989), İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Yayını, No:1989/7,

ESER, Rüya : "Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynaklar ve Dağılımı", Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, (1995-Ankara)

İNCE, Macit: Devlet Borçları ve Türkiye, (Ankara 2001), Gazi Kitabevi,

KONURALP, Gürel : Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi, (İstanbul 2001), Alfa Basım Yayın Dağıtım, 18-19

LİTTER, Lawrance S. - William L. SİLBER : Principles Of Money, Banking, And Financial Markets, (New York, 1991), Seventh Edition, Harper Collins,

Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:17, 28, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten, Haziran 2002,

SOYDEMİR, Selim: "Sermaye Piyasası Kurulu", Ekonomide Durum, (Kış 1997), Türk-İş Araştırma Merkezi Yayını,

TAŞKIRAN, Sevtap -Nurhan ERKAN : "Aracı Kurumların Performansının Değerlendirilmesi", Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, (1995-Ankara) Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:17,

#### İNTERNET KAYNAKLARI

[http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok\\_gnp.htm](http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok_gnp.htm).

<http://www.hazine.gov.tr/stat/2002yillik-borc.htm>,

<http://www.muhasabat.gov.tr/mbulten/T1-1.htm>

[http://www.imkb.gov.tr/veri.htm."](http://www.imkb.gov.tr/veri.htm)