

87080

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE DEVLET TAHVİLLERİ POLİTİKASI**  
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

**TEZ DANIŞMANI**  
**Prof. Dr. Müfit AKYÜZ**

**Mustafa ŞEKER**

**İSTANBUL - 1999**

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU**  
**TEKİRMAN TASYON MERKEZİ**

## İÇİNDEKİLER

### BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ	1
-------	---

### İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL AÇIKLAMALAR VE TARİHSEL ARKA PLAN	4
1-TAHVİL KAVRAMI	4
1.1.Tahvillerin Özellikleri	5
1.2.Tahvillerde Vade	6
1.3.Tahvillerin İhraç Fiyatı	6
1.4.Tahvillerde Faiz Ödemesi	6
1.5.Tahvillerin İtfası	6
1.6.Tahvillerde Kanuni Güvence	7
2-TAHVİL TÜRLERİ	7
2.1.Primli Tahviller	7
2.2.İkramiyeli Tahviller	8
2.3.Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller	8
2.4.Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller	8
2.5.Kardan Pay Alma Hakkı Olan Tahviller	9
2.6.Garantili Tahviller	9
3-TÜRKİYE'DE DEVLET TAHVİLLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	9
3.1.Cumhuriyet Döneminde Çıkarılan Başlıca İstikrazlar	10
3.1.1.1933 Ergani Tahvilleri İkramiyeli Dahili İstikrazı	10
3.1.2.Sivas-Erzurum Demiryolu İstikrazı	11
3.1.3.İkramiyeli İstikrazı	11
3.1.4.Demiryolu İstikrazı	11
3.1.5.Milli Savunma İstikrazı	11
3.1.6.Kalkınma İstikrazı	11
3.1.7.1947 Hazine Tahvilleri	11
3.1.8.Toprak Tahvilleri	12
3.1.9.1948 İstikrazı	12
3.1.10.1949 İstikrazı	12
3.1.11.1951 ve 1954 İstikrazları	12
3.1.12.1955 İstikrazı	12
3.1.13.6764 ve 6804 Sayılı Kanunlara Dayanılarak Yapılan	12
İstikrazlar	12

3.1.14.1960 Hürriyet İstikrazı	12
3.1.15.Kalkınma İstikrazları	13

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DEVLET TAHVİLLERİ POLİTİKASI	14
1-DEVLET TAHVİLLERİNİN UYGULAMA ÖZELLİKLERİ	14
1.1.Süre Açısından	14
1.2.Faiz Oranları	14
1.3.İkramiye Yönünden	15
1.4.Vergi Muafiyeti	15
1.5.Likiditeleri Yönünden	15
1.6.Konversiyon ve Erken Ödeme	15
2-DEVLET İÇ BORÇLARININ HUKUKSAL YAPISI	16
3-TAHVİL KARŞILIĞI BORÇLANMANIN KAYNAKLARI	22
3.1.Özel Kişi ve Kuruluşlar	22
3.2.Kamu Kurum ve Kuruluşları	22
3.2.1.T.C. Emekli Sandığı	23
3.2.2.Sosyal Sigortalar Kurumu	25
3.3.Ticari Bankalardan Borçlanma	26
3.4.Merkez Bankası	28
4-İÇ BORÇLANMANIN SINIRI	29
5-TAHVİLE BAĞLI İÇ DEVLET BORÇLARININ SEYRİ	31
5.1.Devlet Tahvillerinin Nominal Tutarları	31
5.2.Devlet Tahvillerinin Reel Açısından Değerlendirilmesi	35
5.3.Bütçe ve İç Borçlanma	36
5.4.Gelir Dağılımı Açısından Tahvilli Borçlanma	37
5.5.Milli Gelir Açısından İç Borçlar	41

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA GEREĞİ VE SORUNLARI	42
1-BORÇLANMA GEREĞİ	42
1.1.Borçlanma Nedenleri	43
1.1.1.Yatırımların Finansmanı İçin	44
1.1.2.Maliye Politikasının Amacı Olarak Borçlanma	44
1.1.3.Bütçe Dengesini Sağlamak İçin	45
1.1.4.Savaş veya Doğal Afetler Karşısında Borçlanma	45
1.2.İç Borçlanmanın Biçimsel Özellikleri	46

1.2.1. Tahvilsiz Borçlanmalar	46
1.2.2. Tahvilli Borçlanmalar	46
1.2.3. Kesitlerin Büyüklüğü	47
1.2.4. Borçlanmada Taraflar	47
1.2.5. Borçlanmanın Miktarı	48
1.3. Tahvil Alıcılarına Sağlanan Çıkarlar	49
1.3.1. Faiz Oranlarının Dolaylı Yönden Yükseltilmesi	49
1.3.2. Vergi Muafiyeti	50
<b>2-BORÇLANMADA GARANTİ</b>	<b>52</b>
2.1. Tahvil Sahipleri Açısından Garanti	52
2.2. Para Değerindeki Düşmelere Karşı Garanti	53
2.2.1. Altın Garantisi	53
2.2.2. Kambiyo Garantisi	53
2.2.3. Fiyat Endeksleri Garantisi	54
<b>3-BORÇLANMA SORUNLARI VE BORÇLANMANIN EKONOMİK ETKİLERİ</b>	<b>55</b>
3.1. İç Kaynaklardan Borçlanmanın Ekonomik Etkileri	58
3.1.1. Tasarruf Sahiplerinden Borçlanma	58
3.1.2. Sosyal Güvenlik Kurumlarından Borçlanma	59
3.1.3. Bankacılık Kesiminden Borçlanma	60
3.1.4. Merkez Bankasından Borçlanmanın Ekonomik Etkileri	61
3.2. Dış Kaynaklardan Borçlanma	62
 <b><u>BEŞİNCİ BÖLÜM</u></b>	
<b>DEVLET TAHVİLLERİ VADE YAPISI VE FAİZ REJİMİ</b>	<b>64</b>
<b>1-GENEL OLARAK FAİZ SORUNU VE TÜRKİYE'DE DURUM</b>	<b>64</b>
1.1. İç Borçlanmada Faiz	65
1.2. İç Borçlanmada Vade ve Faiz İlişkisi	68
1.3. Özel Sektörün Halk Tasarrufundan Faydalanması	72
<b>2-İÇ BORÇLANMADA FAİZ ÖDEMELERİ</b>	<b>75</b>
<b>3-TASARRUF PİYASASI VE DEVLET TAHVİLLERİ</b>	<b>80</b>
3.1. Tasarruf Piyasası	80
3.1.1. Tasarruf Eğilimi	80
3.1.2. Tasarruf Sahibinin Ekonomik Gücü	82
3.2. Tasarruf Sahibinin Devlet Tahvillerine Yaklaşımı	83
3.2.1. Özel Tasarrufu Devlet Borçlanma Belgelerine Yönlendirme	84

3.2.2.Devlet Tahvillerinin Pazarlaması	87
3.3.Seymeye Piyasası	88

## ALTINCI BÖLÜM

TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ	93
1-BORÇ YÖNETİMİ	93
1.1.Boçların Tahkimi (Konsolidasyon)	95
1.2.Borçların Değiştirilme Yöntemleri	96
1.2.1.Başabaş Değiştirme	96
1.2.2.Başabaşın Altında Değiştirme	96
1.2.3.Kademeli Konversiyon	96
1.2.4.Fark Ödemeyi Gerektiren Konversiyon	97
2-BORÇ MİKTARININ EKONOMİK ETKİLERİ	97
3-TÜRKİYE AÇISINDAN BORÇ YÖNETİMİ	100
3.1.Türkiye'de Kamu Açıkları	100
3.1.1.Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	100
3.1.2.Birincil Kamu Açığı	103
3.1.3.Konsolide Bütçe Nakit Açığı ve Devlet Tahvilleri	103
3.1.4.Konsolide Bütçe Toplam Finansman İhtiyacı	104
4-TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ	106
4.1.İç Borç Stokunun Yapısı	106
4.2.İç Borç Stoku Vade ve Faiz İlişkisi	110

## YEDİNCİ BÖLÜM

GENEL DEğERLENDİRME VE SONUÇ	113
<u>KAYNAKÇA</u>	115
Kitap ve Yayınlanmamış Tezler	115
Resmi Yayınlar	118

## GİRİŞ

Devlet tahvilleri ve hazine bonoları, devlet garantisi altında olan menkul kıymetlerdir ve risk oranı sıfır olarak kabul edilmektedir. Ancak getiri açısından devlet tahvilleri ve hazine bonoları, özel sektör şirket tahvillerine göre daha düşük faizli olabilmekte, bunun yanında vergi kesintisinden muaf tutulmaktadırlar. Ancak özel sektör firmalarına ait tahvillerde genel olarak yüzde 10 civarında vergi kesintisi uygulanmaktadır.<sup>1</sup>

Günümüzde devlet, tahvil dışında bir çok enstrümanla ihtiyacı olan fonları sağlayabilmek ve finansman sıkıntısını giderebilmek için sermaye piyasasına başvurmaktadır. Ancak biz bu çalışmamızda yalnızca tahvilleri ele alarak Türkiye'de uygulanış biçimlerini değerlendireceğiz.

İhtiyaç duyulan orta ve uzun vadeli yatırımların gerekli kıldığı fonların sağlanmasında önemli rol oynayan tahviller, enflasyonist dönemlerde, sürelerin uzun olması ve faiz oranlarının sabit ve zamanla çok düşük kalacağı endişesiyle gereken ilgiyi görmemiştir.<sup>2</sup>

Devlet bütçesi yapılırken bazen yıllık gelirlerin, yıllık giderleri karşılayamayacağı tahmin edilir. Bu durumda bütçe açığının uzun vadeli iç borçlanma ile -iç borçlanma tahvilleri ihracı ile karşılanması kararlaştırılır, ve bütçe kanununa hükümler konur. Bu tahvillerin vadesi ve faiz oranı, sermaye piyasasının şartları gözönünde tutularak hükümet tarafından saptanır. İç istikraz tahvillerinin satışına ticari bankaların çoğu aracılık ederler ve satış devresinin

<sup>1</sup>Sermaye Piyasasındaki Yeni Gelişmeler, Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri İstanbul 1975 Sh. 73-74

<sup>2</sup>Sermaye Piyasasındaki Yeni Gelişmeler Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri

sonunda hasılatı hazinenin T.C Merkez Bankasındaki hesabına aktarırlar.<sup>3</sup>

Sermaye piyasasını düzenlemek amacıyla yapılan yasama çalışmalarının beklenen sonuçlara ulaşmamasına karşılık, son yıllarda satışa çıkartılan tahvil ve hisse senetleri tutarında önemli artışlar meydana gelmiş bulunmaktadır. 1211 sayılı kanun yürürlüğe girinceye kadar gerekli bilgileri toplama yetkisi ile donatılmış bir kamusal kuruluş olmadığı için satışa sunulan tahvillerin tutarına ilişkin kesin bilgiler elde yoktu. 1970 yılı ortalarından sonra ve sadece tahvillerle ilgili olmak üzere T.C. Merkez Bankası bilgi toplamaya başlayabilmiştir.<sup>4</sup>

Tahvil Türk Ticaret Kanunu'nun 420. Maddesinde "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri" olarak tanımlanmaktadır. Aynı düşünceden hareketle garantili ve genel olarak sabit bir faizle borç almak daha sonra belli bir süre içinde faiziyle birlikte bu borç tutarını ödemek üzere, devlet de tahvil çıkarabilmekte ve bu belgelere "devlet tahvili" adı verilmektedir.

Tahviller, bir borç senedi olarak, taşıdığı en son kupon vadesinden veya itfaya uğramışsa itfa tarihinden itibaren 10 yıl sonra zamanaşımına uğramaktadır. Tahvillerin faiz, hisse senetlerinin ise temettü kuponları 5 yıllık zamanaşımına tabidir.

Devlet tahvilleri de dış piyasada özel sektör tahvilleri gibi işlem görmekte ve sirküle edilmektedir.<sup>5</sup>

Devlet ve devlet kuruluşlarının tahvilleri devlet garantisi taşımakta olup

---

<sup>3</sup>Hazine ve Hazine İşlemleri, Maliye Bakanlığı 50. Yıl Yayınları Sh. 20

<sup>4</sup>Çelebicin Gürgân, Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı Türkiye Bankalar Birliği Yayınları Ankara 1974 Sh.14

<sup>5</sup>Muharrem Karşı Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Kral Matbaası İstanbul 1990, Sh.251

vergiden de muaf tutulmaktadır.

Bu tez çalışmasının konusu, devlet tahvilleri ve devletin tahvil çıkarırken hangi ölçütleri esas aldığına irdelenmesidir. Amacımız; tahvil kavramı ve türlerini genel hatlarıyla inceledikten sonra Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin bir politikası olarak tahvile nasıl yaklaşıldığını ve uygulamadaki varsa aksayan yönleri saptamaktan ibarettir. Bu amacımıza ulaşmak için, öncelikle tahvil kavramının kavramsal açıdan özelliklerini inceleyip daha sonra Türkiye'deki uygulama özelliklerine değindik. Devletin ekonomi politikası açısından tahvillere yaklaşımını gösteren değerlendirmemize ek olarak Devlet İç Borçlanma Enstrümanı olarak tahviller incelenmiştir. Ayrıca tahvillerin, faiz rejimiyle ilgisi gösterilerek Türkiye'deki iç borç yönetimi saptanmaya çalışılmıştır.

Çalışmamızın genel bir değerlendirmesi ve ulaşılan sonuçlar ise "Değerlendirme ve Sonuç" kısmında belirtilmiştir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### **KAVRAMSAL AÇIKLAMALAR VE TARİHSEL ARKA PLAN**

Çalışmamızın bu bölümünde Tahvil kavramı, kavramsal açıdan ele alındıktan sonra, genel olarak özellikleri üzerinde durulacaktır. Aynı zamanda kısaca tahvil türleri belirtildikten sonra Devlet Tahvillerinin tarihsel süreci incelenecektir.

#### **1-TAHVİL KAVRAMI**

Tahvil: Devletçe yada sermaye şirketleri tarafından ödünç para temin etmek amacıyla çıkartılan faizli kağıtlara denir. Tahvil Arapça bir sözcüktür. Fransızcası "Obligation" dur. Faiz vermek suretiyle ödünç para karşılığında çıkarılan bu değerli kağıtlara tahvil adı verilmesinin nedeni her an paraya çevrilebilme özelliğini taşımalarındandır. Bunlar her an paraya tahvil edilebilirler. Tahvillerin kupürü denince çıkarılan tahvillerin "nominal değeri" anlaşılır. Tahvillerin kupürü, borçlanmanın büyük sermayedar kitlesine ya da orta ve küçük tasarruflara başvurulmasına göre değişir. Özellikle hazinenin büyük meblağlara ihtiyaç olduğu zamanlarda çok küçük kesitli tahviller çıkarılır. Enflasyon durumlarında ya da tahvili çıkarılan sermaye şirketlerinin iflası halinde tahvil sahipleri zarar ederler. Ancak devlet tahvilleri devlet var olduğu sürece emin bir gelir kaynağı sayılmışlardır.\*

Giriş bölümünde de tanımlandığı gibi tahvil, Türk Ticaret Kanununun 420. maddesinde "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri" olarak tanımlanmaktadır. Devletin çıkarmış olduğu bu tür belgelere de devlet tahvili adı

---

\* HANÇERLİOĞLU Orhan, Ekonomi Sözlüğü İstanbul 1977 S. 254-255

verilmektedir. Devlet tahvilleri daha düşük faizli olabilmelerine rağmen vergi kesintisinden muaf tutulmaktadır.

Tahvil, Ticaret Kanunumuza göre ticari senet sayıldığı halde İcra İflas Kanunumuzda adi borç senedi olarak kabul edilmektedir.

### **1.1.Tahvillerin Özellikleri**

Anonim şirketler tarafından çıkarılacak tahvillerin bazı özellikleri taşımaları gerekmektedir.

1.1. a. Şirketin ünvanı, konusu, merkezi ve süresi ticaret sicil numarası

b. Esas sermaye miktarı

c. Ana sözleşme tarihi ve bunda değişiklikler yapılmışsa bu değişikliklerin tarih, tescil ve ilan tarihleri.

d. Şirketçe tasdik edilmiş bilançoya göre şirketin durumu.

e. Evvelce çıkarılmış ve yeni çıkarılacak tahvillerin nominal kıymetlerinin tutarı, yenilerin ifşa şekli, her tahvilin itibari kıymeti ile faiz oranı, nama ve ya hamiline yazılı olduğu, vadesi.

f. Tahvil çıkartılmasına dair genel kurul kararının tescil ve ilan tarihi.

g. Şirketin menkul ve gayr-i menkullerinin, evvelce çıkartılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı reddedilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı.

h. İtfa planı.

1. Şirketi temsile yetkili en az iki imza.

### **1.2.Tahvillerde Vade**

Sermaye piyasası kurulunun tebliğlerine göre, tahvillerin vadesi en az 2 yıl, en fazla 7 yıl olabilmektedir. Toplam satış süresi 3 ay olan tahvillerin, vadesinin başlangıç tarihi satış süresinin son günü olarak kabul edilmektedir.

### **1.3.Tahvillerin İhraç Fiyatı**

Tahviller nominal değerinin en çok %5 altında bir ihraç fiyatı ile satışa arz edilebilir. Ayrıca satış tarihi ile satış süresinin bitim tarihi arasındaki süreye ait faiz tutarı kadar da indirimli olarak satılabilir. Tahviller satış süresi içinde bir aracı tarafından tamamen alınıp, tekrar satılsa dahi bu fiyatların altında satılamazlar.

### **1.4.Tahvillerde Faiz Ödemesi**

Tahvillerin faiz ödemeleri yıllık, 6 aylık veya 3 aylık kuponlara bağlı olarak yapılabilmektedir. Aynı terdibe dair farklı kupürler için değişik faiz ödeme dönemleri tesbit edilebilir.

### **1.5.Tahvillerin İtfası**

Tahviller arka yüzlerin belirtilen bir ödeme planı dahilinde itfa edilebileceği gibi, vade sonunda tüm tahvillerin ana paraları defaten de geri ödenebilir. İtfa planı ile ödemede, tahvillerin ana para tutarı en çok 5 partiye ayrılarak her yıl için bir partisi itfa edilmektedir.

Her partiye girecek tahvillerin numaralı noter huzurunda çekilen kura ile tesbit edilmektedir. Tahvilin halka arz edilmesi durumunda bu ödeme planının

ayrıca, izahname ile sirkülerde de yer alması zorunludur. Tahvilin ana parası, vade bitiminde bir defada ödenmektedir. İki yıldan uzun vadeli tahvillere ait ana paranın ilk taksidi vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yıl sonunda, son taksidi ise tahvil vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde yıllık eşit taksitlerle ödenebilir.

### **1.6.Tahvillerde Kanuni Güvence**

Tahvil bir kitle senedir. Tahvil çıkartan şirket, küçük tasarruf sahiplerinden oluşan halk kitlelerine borçlanmaktadır. Bu sebeple, birçok ülkede tahvile yatırılan paralar bir çeşit tasarruf mevduatı gibi kanuni güvence altına alınmış durumdadır. Ayrıca bazı şirketler halka daha fazla güvence vermek için çeşitli şekillerde garantili tahviller de ihrac edilmektedirler. Tahvil Ticaret Kanunumuza göre ticari senet sayıldığı halde, İcra İflas Kanunumuzda adi borç senedi olarak kabul edilmektedir.

## **2-TAHVİL TÜRLERİ**

Uygulamada, sermaye piyasalarında çok çeşitli tahvil türleri bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şunlardır.

### **2.1.Primli Tahviller**

Satış değeri normal değerinin altında olabilen tahvil çeşididir. Tahvillerin sürümünü kolaylaştıran ve gerçek faiz oranını yükselten bir uygulama süresi, fonundan belli bir miktar pirim ödenmesidir. Pirimli tahviller başabaş altında çıkarılan tahvillere benzerler. Ancak esas olarak tahvillerin süreleri sonunda nominal değerlerin üzerinde bir değerle itfa edilmeleri anlaşılmalıdır.

Bu tür tahvilleri orta süreli borçlanmalar için daha cazip olduğu söylenebilir. Çünkü süre uzadıkça primlerin de bir önemi kalmayacaktır.

## **2.2.İkramiyeli Tahviller**

Bu tip tahviller de gerçek faiz oranının yükseltilmesine imkan verirler. Fakat sözkonusu artış tahvil sahipleri arasında düzenlenen piyangoda kazananlar için geçerlidir.

Ülkemizde ilk borçlanmalarda piyango usulü uygulanmış fakat kısa bir zaman sonra bu uygulamadan vazgeçilmiştir. Fransa'da bu tür uygulamaya bazı kamu kuruluşlarının gittiği görülmüştür. Eski Sovyet Rusya'da ise kooperatif ve başka kuruluşlar tarafından alınan tahvillerin, yalnız faizinden yararlanılmakta, buna karşılık bireyler tarafından alınan tahvillerin ise yalnız ikramiyesinden (faizinden değil) yararlanılmaktaydı.

## **2.3.Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller**

İhracından itibaren belli bir süreden sonra, itfa planına bağlı kalmaksızın istendiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilebilir tahmil çeşididir.

## **2.4.Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller**

Anonim şirketlerin çıkarmış oldukları tahvillerin, şirket ileride sermaye aktarımına gittiğinde öncelikli olarak hisse senedi sahipliğini sağlayan, rüçhan hakkını saklı tutmalarıdır. Bu tür tahvillere hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller denmektedir.

## **2.5.Kardan Pay Alma Hakkı Olan Tahviller**

Burada da getiri olarak belli bir faiz yerine tahvil ihraç eden şirketin karından pay alma sözkonusu olmaktadır. Ancak bu tahvil cinsinde ana paranın geri ödenmesi tahvillerdeki itfa planına göre olmaktadır.

## **2.6.Garantili Tahviller**

Bir mali aracı kurumun ya da bir bankanın, anapara ve faizlerinin vadelerinde ödenmesi açısından garantisi altında bulunan tahvillerdir. Bu tür tahviller bir nevi sigorta edilmiş olmaktadır.

Burada ayrıntılı olarak durmamakla birlikte ayrıca tahvillein Değişken ya da Sabit faizli olabileceklerini de belirtmek gerekmektedir.

## **3-TÜRKİYE'DE DEVLET TAHVİLLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ**

Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirmek için borçlanmak zorundadırlar. Ancak bu ülkelerde yeterli sermaye piyasasının olmayışı ve gerekli teknik malzeme ve elemanların sayıca yetersiz oluşu iç kaynaklardan çok dış kaynakları zorunlu kılar. Ülkemizde de gerek Osmanlı İmparatorluğu, gerekse Cumhuriyet dönemlerinde dış borçlanmaya, iç borçlanmadan daha önce başvurulmasının ana nedeni budur.

Bu nedenle geri kalmış ve az gelişmiş ülkelerde dış borçlar ağırlık taşıdığı halde, gelişmiş ülkelerin borçları büyük ölçüde iç borçlardır. Çünkü bu ülkelerde, devlet; ihtiyacı olan borçları kendi kaynaklarından kolaylıkla sağlayabilir.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup>İNCE Macit, Devlet Borçlanması Ankara 1976, Sh.18

Osmanlı İmparatorluğunda 1840'da çıkarılan ilk kağıt paranın %8 faizli olduğu "Kaime-i Mutebere-i Nakdiye" ve bedellerinin sekiz yılda ödeneceği kaydı bunu istikrazı senedine yaklaştırmıştır.<sup>7</sup>

1848'de "Evkaf-ı Vezaif" %8 faizle satışa çıkarılmıştır. Bugünkü anlamı ile ilk tahvil ise 1918'de Birinci Dünya Savaşı sonrası savaş giderlerini karşılamak amacıyla "İstikraz-ı Dahili" adı altında çıkarılan tahviller olmuştur. 17.977.600 liralık satılan bu tahvillerin ödemesi Cumhuriyet döneminde olmuştur. %5 faizli 20 yıl vadeli olup faizin ve ana paranın altın karşılığı ödeneceği her türlü vergi ve resimden de muaf olduğu belirtilmiştir.

Cumhuriyet hükümetleri ise Cumhuriyet kurulduktan ancak 10 yıl sonra ilk istikraza başvurmuşlardır.<sup>8</sup>

1933 yılında başlanan demiryolları istikrazları ise II.Dünya Savaşına dek devam etmiştir. Ülkemizde II. Dünya Savaşı yıllarında milli savunma giderlerini karşılamak için kullanılmaya başlanılan devlet borçları, borçlanma düşüncesinde meydana gelen değişikliklere paralel olarak ekonomik, sosyal ve politik oluşumlarla birlikte gelişip şekillenmiştir.<sup>9</sup>

### **3.1.Cumhuriyet Döneminde Çıkarılan Başlıca İstikrazlar**

#### **3.1.1.1933 Ergani Tahvilleri İkramiyeli Dahili İstikrazı**

2094 sayılı 12.1.1933 tarihle onaylanarak, Fevzipaşa Diyarbakır demiryolu hattının kurulması için kullanılmıştır.<sup>10</sup> Bu istikrazın ödenmesi 1953 yılında son bulmuştur.

<sup>7</sup>ERGİN Feridun, İktisat, İstanbul 1964 Sh.596

<sup>8</sup>BÜYÜKERŞEN Yılmaz, İç Devlet Borçlarının Enflasyonist Etkileri İstanbul 1966 Sh.52-53

<sup>9</sup>BÜYÜKERŞEN Yılmaz, a.g.e.

### **3.1.2.Sivas-Erzurum Demiryolu İstikrazı**

Sivas-Erzurum demiryolunun yapımında kullanılmak üzere çıkartılmıştır.

### **3.1.3.İkramiyeli İstikrazı**

1918 istikrazına ait tahvillerin yeni tahvillerle değiştirilmesini amaçlayan istikrazdır.

### **3.1.4.Demiryolu İstikrazı**

Diyarbakır ve Elazığ'dan, Irak ve İran hudutlarına kadar yapılacak demiryolu hattının yapımında kullanılmak üzere 4057 ve 4625 sayılı kanun hükümlerine göre çıkarılmıştır.

### **3.1.5.Milli Savunma İstikrazı**

II. Dünya Savaşı giderlerini karşılamak üzere 4275 sayılı kanuna göre çıkarılmıştır. 19.6.1942'de çıkarılan bu kanuna göre, 4058 sayılı kanun ve 4120-4195 sayılı ekleri gereğince çıkartılan tasarruf bonoları adı altındaki tahviller bu istikraz tahvillerinin satın alınmasında para yerine kabul edilmiştir.

### **3.1.6.Kalkınma İstikrazı**

4938 sayılı ve 13.6.1946 tarihli kanuna göre ekonomiyi kalkındırmak için çıkarılmıştır.

### **3.1.7.1947 Hazine Tahvilleri**

5072 sayılı ve 11.6.1947 tarihli Kanunun verdiği yetkiye dayanarak 2.6.1941 tarih ve 4060 sayılı Kanun hükümlerine göre çıkarılmış olan hazine

---

<sup>10</sup>Devlet Borçları Bülteni Maliye Bakanlığı Hazine Genel Müdürlüğü Ankara 1965 Sh.39

bonolarının yerine 250 milyon liralık Devlet Tahvili verilmesi kararlaştırılmıştır.

### **3.1.8.Toprak Tahvilleri**

4753 sayılı Çiftçiyi Topraklandırma Kanunu gereğince kamulaştırılan arazilerin bedeli karşılığı toprak sahiplerine verilen tahvillerdir.<sup>11</sup>

### **3.1.9.1948 İstikrazı**

1948 Mali yılı bütçe açığının kapatılması amacıyla 5185 sayılı 16.2.1948 tarihli kanuna göre çıkarılmıştır.

### **3.1.10.1949 İstikrazı**

1950 yılı bütçesini finanse etmek için 5382 sayılı ve 2.5.1949 tarihli kanuna dayanılarak çıkartılmıştır.

### **3.1.11.1951 ve 1954 İstikrazları**

Her ikisi de o yıllardaki bütçe açıklarının kapatılmasında kullanılmıştır.

### **3.1.12.1955 İstikrazı**

583 sayılı ve 20.5.1955 tarihli kanunun verdiği yetkiye dayanılarak 58 milyon liralık istikraza gidilmiş 1975'de borcun tamamı ödenmiştir.

### **3.1.13.6764 ve 6804 Sayılı Kanunlara Dayanılarak Yapılan İstikrazlar** Amortisman ve kredi sandığı tarafından çıkartılmasına yetki verilmiştir.

### **3.1.14.1960 Hürriyet İstikrazı**

27 Mayıs Devrimi'nden sonra hazine ihtiyaçları ile iktisadi devlet teşekkülleri yatırımlarında kullanılmak üzere çıkartılmıştır.

---

<sup>11</sup>ARSANÜREN, Türkiye Cumhuriyetinde İç Devlet Borçları, Ankara 1961

### **3.1.15.Kalkınma İstikrazları**

Planlı dönemle birlikte 1964 yılından beri her yıl çıkartılan ve yatırımların finansmanında kullanılan tahvillerdir. Her yıl kesintisiz olarak ihraç edilmiştir.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### **TÜRKİYE'DE DEVLET TAHVİLLERİ POLİTİKASI**

Üçüncü Bölümde, Türkiye'de Devlet Tahvillerinin uygulama özellikleriyle yasal dayanakları incelenerek, tahvil karşılığı borçlanma kaynakları ele alınacaktır. Ayrıca tahvile bağlı iç devlet borçlarının seyri ve iç borçlanmanın sınırına ilişkin düşüncelere de bu bölümde yer vereceğiz.

#### **1-DEVLET TAHVİLLERİNİN UYGULAMA ÖZELLİKLERİ**

##### **1.1.Süre Açısından**

Uzun süreli, yani konsolide iç borçlarımızın itfa süreleri, genellikle 20 yıl olarak görülür. Ancak bazı istisnaların olduğu da bir gerçektir. Örneğin hazinenin ve iktisadi devlet teşekküllerinin bir kısım borçlarının tahkimi hakkındaki kanun (6.12.1960 tarih ve 154 sayılı) Merkez Bankası alacaklarının karşılığı olarak verilen tahvillerin 100, Emekli Sandığı ve Sosyal Sigortalar Kurumu'na karşı borçların ise 25 yılda itfasını öngörmüştür.

##### **1.2.Faiz Oranları**

Devlet tahvillerinin faiz oranı 1950'lere kadar %5-7, planlı döneme kadar %7-14 arasında seyretmiş, 1965 yılından 1981 yılına kadar çıkarılan tahvillerin faiz oranı ise %20 olmuştur. 1981-1983 yılları arasında %34, 1984'de çıkartılan tahvillerin faiz oranı ise %43'tür.

Son yıllarda faizlerin daha fazla arttığı söylenebilir.

### **1.3.İkramiye Yönünden**

Zaman zaman ikramiyeli tahviller de çıkarılmıştır. İkramiyeli tahvillerde gerçek faiz oranı, bir yıl içinde alacaklılara faiz veya ikramiye olarak ödenen paranın istikraz hasılatına oranıyla hesaplanır. Bu uygulamadan sonraları vazgeçilmiştir.

### **1.4.Vergi Muafiyeti**

Çıkarılan bütün uzun vadeli devlet tahvillerinin gelirleri her türlü vergi ve resimden muaf tutulmuştur.

### **1.5.Likiditeleri Yönünden**

Tahvil sahiplerine genel olarak istedikleri zaman tahvilleri paraya çevirebilme olanağı tanınmasına rağmen, faiz oranı yüksek de olsa Devlet tahvillerinin bankalar dışında halka satış olanakları sınırlıdır.

Ayrıca borçlanma tahvilleri, Hazine tarafından satılan mülki emlak bedellerinin ödenmesinde başabaş değeri ile kabul olunmaktadır. Bunlar devlet ve mahalli idarelerce yapılan ihale ve sözleşmelerde nominal (üzerinde yazılı olan değer) değerleriyle teminat olarak kabul olunmaktadır.

### **1.6.Konversiyon ve Erken Ödeme**

Tahvil sahipleri 10 yıl süreyle konversiyona ve erken ödemeye karşı korunmaktadır. Bunun bir istisnası 1942 yılında çıkarılan "Milli Savunma İstikrazı"dır. Burada olağanüstü hallerin son bulduğu ilan olunduktan itibaren 2 yıl sonra bu tahvillerin nominal değerleri üzerinden ödenmesi ile tedavülden

kaldırılabilirliği kabul olunmuştur.<sup>12</sup>

## 2-DEVLET İÇ BORÇLANMASININ HUKUKSAL YAPISI

Devlet borçlarına ait ana para ödemeleri 1986 Mali Yılı'na kadar Devlet bütçesi içerisinde yer almaktaydı. Ancak iç ve dış finansman kaynaklarından sağlanan borçların normal devlet geliri sayılamayacağı ve vadesi gelen borç ödemelerinin de devlet bütçesi açısından bir gider olamayacağı ve bu tür hesapların devlet bütçesinin dışında ayrı bir hesapta takip edilmesi gerektiği düşüncesiyle, 1986 Mali Yılı Bütçe Kanununun 35. Maddesi hükmü ile "Devlet Borç Yönetimi" devlet bütçesinin dışına alınmıştır.<sup>13</sup>

1986 yılından 1994 yılının Haziran ayına kadar devlet borçlarının yönetimi, 16.4.1986 tarih ve 3274 sayılı Kanunun 9. Maddesi hükmü uyarınca Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından yürütülmekteydi.

20.12.1994 tarih ve 22147 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 4059 Sayılı "Hazine Müsteşarlığı ile Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun" ile devlet tahvilleri ile ilgili yetkili kurum da belirlenmiştir.

Kanunun 2. Maddesi'nin (a) fıkrasında Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansman Genel Müdürlüğü'nün görevleri sayılmıştır. Buna göre;

-Devletin iç borçlanmasını yürütmek

-Devlet tahvili, Hazine bonusu ve diğer borçlanma senetlerini çıkarmak, ihale yönetimi, sürekli satış yönetimi ve diğer yöntemlerle satışını yapmak ve

<sup>12</sup> ARSAN ÜREN, a.g.e Sh.31-32

<sup>13</sup> UZUNOĞLU Emine, Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Dış Borç Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi,

yaptırmak

-Bunların satış miktarlarını, değerlerini ve faizlerini belirlemek

-Devlet borçlarının yönetimine ilişkin olarak her türlü iç borçlanmanın hazırlık, akit, ihraç ve dış borçlanmalar da dahil olmak üzere ödeme, erken ödeme, kayıt işlemlerini yürütmek ve devletçe verilen faiz ve ikrazata ilişkin işlemleri yapmak.

-Hazinenin iç ve dış borç garantisi verdiği kanunlara ilişkin olarak garantinin yerine getirilmesine yönelik ödemeleri borç idaresi altında yapmak ve bu amaçla

-Devlet Borçları Sağmanlığı kurmak ve yönetmek, borç yönetiminin hesabını tutmak

-Türkiye'nin dış borç veri tabanını oluşturmak, bu amaçla dış borç kütüğü tutmak, muhtelif kanun ve diğer mevzuat çerçevesinde hazine garantisi verilmesi ile ilgili işlemleri yürütmek, gerekli kayıtları tutmak, garanti devir şartlarını belirlemek

1996 Mali Yılı Bütçe Kanunu'nun 32. Maddesinde ise "Devlet Borçları Yönetimi" esasları düzenlenmiştir. Bu esaslardan konumuzla ilgili olan bazılarını burada ele almak yararlı olacaktır. İşte bu esaslardan bazıları;

a)Devlet borçlarının yönetimi 9.12.1994 tarih ve 4059 Sayılı Kanun'un 2. Maddesi uyarınca Hazine Müsteşarlığınca yürütülür.

b)Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakan, mali yıl içerisinde ödenecek

iç ve dış borç ana paraları ile iç ve dış borçlanma tutarlarını bütçe dışında özel hesaplarda izletmeye, mali yıl zarfında iç ve dış borç ana para geri ödemelerini bütçe ile ilgilendirmeksizin yapmaya yetkilidir.

c)Devlet iç ve dış borç faizleri ve genel giderleri bu amaçla bütçeye konulacak ödeneklerle karşılanır.

d)Devlet borçlarının uygulama sonuçları Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı bulunduğu bakanlıkça hazırlanarak ilgili yıl kesin hesap cetveli ile birlikte Hazine genel hesabına dahil edilmek üzere Maliye Bakanlığı'na gönderilir.

e)Devlet borçlarının yönetimi ve muhasebesi ile ilgili esas ve usuller Maliye Bakanlığı ile Hazine Müsteşarlığı tarafından birlikte düzenlenir.

Diğer taraftan Genel Muhasebe Kanununun 33. Maddesinde "Özel bir kanunla veya Genel Bütçe Kanununda belirtilmiş bu izne dayanmadıkça kısa süreli bile olsa hiçbir istikraz yapılamayacağı gibi Maliye Hazinesi adına kefil de olunamaz" hükmü ile devletin yükümcülük altına girmesinin yasama organı tarafından denetlenmesine imkan tanınmaktadır.

Yasal durumu devlet tahvilleri açısından biraz daha derinleştirerek irdelemeye devam edebiliriz.

1996 Mali Yılı Bütçe Kanununun 33. Maddesi ise;

"Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakan, mali yıl içinde bu Kanunun "denge" başlığı maddesinde belirtilen tutarın bir katına kadar bir yıl ve daha uzun vadeli iç borçlanma akdine yetkilidir. Aksine bir hüküm bulunmadığı sürece bu Kanunun ilgili maddeleri uyarınca ihraç edilen Özel Tertip Devlet İç Borçlanma Tahvilleri bu limit kapsamında değerlendirilir. Verilen yetki sınırları içinde

çıkarılacak Devlet Tahvillerinin çeşitleri ile bunların faiz oranı, ihraç fiyatı, ödeme süresi, basım ve satış yöntemleri ile ödemelerine ilişkin her türlü esaslar ve kanunlara müteallik diğer şartları belirlemeye Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakan yetkilidir. Bu tahvillerin basım giderleri ve satışa katılacak bankalara ödenecek komisyon ve banka muameleleri vergileri ile satışa katılan bankaların satış işlemleri dolayısı ile yapacakları her türlü gider, vergi, resim ve harçların Hazinece bankalara geri ödenmesinde ve tahvillerin basımında uygulanacak şekil ve esaslar Hazine Müsteşarlığı ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası arasında 1050 sayılı Muhasebe-i Umumiye Kanunu ile 2886 Sayılı Devlet ihale Kanunu hükümleri uygulanmaksızın akdedilecek mali servis anlaşması ile tesbit edilir.

Cari yıl içinde çıkarılacak veya daha önceki yıllarda çıkartılmış tahviller işlemiş faizleri ödemek suretiyle erken itfaya tabi tutulabilir veya piyasa koşullarında geri alınabilir.

Çıkarılacak tahvillerin faiz ve ana para ödemeleri ile yukarıda sözedilen mali servis anlaşmasında yer alacak ödemeler ve bunların dışında kalan diğer konsolide devlet borçları ile ilgili gider ve işlemler her türlü vergi (Gelir ve Kurumlar Vergisi hariç), resim ve harçtan müstesna'dır.

Bu fıkralardaki hükümler Hazine bonoları ile daha önceki yıllarda ihraç olunan devlet tahvili, hazine bonoları ve diğer konsolide Devlet borçları ile ilgili işlemlerde de geçerlidir.

1996 yılında çıkarılacak tahvil ve bonoların vergi istisnalarını kaldırmaya veya uygulanacak oranları, yürürlükteki oranlar içinde kalmak üzere, tesbit etmeye Bakanlar Kurulu yetkilidir.

Devlet iç borçlanma senetlerinin dövizde endeksli olarak ihracı halinde, anaparadaki kur artışları her faiz ödeme tarihi itibarıyla yeniden hesaplanıp, ana para değerine ilave edilerek iç borç kaydı yapılır.

Hazine, bütçenin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla nakit karşılığı ihraç ettiği tahvillerin yanında, çeşitli nedenlerle nakit dışı tahviller de vermektedir. "Özel Tertip Devlet Tahvili" olarak adlandırılan bu tahvillerden, tahkim kanunları ile 1211 Sayılı T.C Merkez Bankası Kanunu gereğince verilenler, 1996 Mali Yılı Bütçe Kanununun 34. Maddesinde düzenlenmiştir.

2974 sayılı Bazı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Borçlarının Tahkimi Hakkında Kanun ile 3836 Sayılı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının birbirlerine olan borçlarının Tahkimi Hakkında Kanun hükümlerinin uygulanması sonucu "Hazinece üstlenilerek tahkim olunan borçlar için 1996 yılında yapılacak faiz ve ana para ödemelerinin gerektirdiği tutarlarda alacaklı kuruluşlara özel tertip devlet iç borçlanma tahvili vermeye,

1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun 61. maddesi gereğince yeniden değerlendirme farkından doğan borçlar karşılığında geçmiş yıllarda verilen Devlet İç Borçlanma Senetleri ile bunların T.C Merkez Bankasınca açık piyasa işlemlerinde kullanılması sonucu senetlerin orijinal faizleri ile piyasa faizleri arasında oluşan menkul kıymet zararları karşılığında bankaya verilmiş olan Devlet İç Borçlanma Senetlerinin 1996 yılında yapılacak faiz ödemelerinin gerektirdiği tutarda tertip Devlet İç Borçlanma senedi vermeye

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda değişiklik yapılmasına dair 21.4.1994 tarih ve 3985 Sayılı Kanunun 9. Maddesi uyarınca Kısa Vadeli Avans hesabında biriken tutarların tasfiyesi amacıyla ihraç edilmiş olan Devlet İç

Borçlanma tahvillerinin 1996 yılında yapılacak faiz ödemelerinin gerektirdiği tutarda Özel Tertip Devlet İç Borçlanma Senedi vermeye,

Yukarıda sözü edilen faiz ödemelerini "Bütçeden Mahsup Edilecek Ödemeler Hesabı'ndan yaptırmaya, hesabın yılı içinde mahsup edilmeyen artıklarını ertesi yıla devretmeye veya bütçe ile ilgilendirmeksizin özel hesaplarda izlemeye,

Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan,

1211 Sayılı T.C. Merkez Bankası Kanununun 61. Maddesi gereğince yeniden değerlendirme farklarından doğan ve doğacak borçların 1996 yılında yapılacak ödemeleri için Özel Tertip Devlet İç Borçlanma Senidi ihraç etmeye ve bu tahvillerin vade, faiz ve sair şartlarını belirlemeye Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakanın teklifi ile Başbakan yetkilidir.

Aynı maddenin 3. fıkrasında ise; 2. fıkraya göre Hazinece üstlenilecek borçların gerektirdiği miktar ile diğer bazı kamu kurum ve kuruluşlarına ikrazen kullanılmak üzere özel tertip devlet tahvilleri ihraç edilebileceği ve bu tahvillerin iç borçlanma ile ilgili maddedeki limitin dışında tutulacağı belirtilmektedir.

2.fıkra uygulaması çerçevesinde işleme tabi tutulan kamu iktisadi teşebbüsleri ve bağlı ortaklıkların Hazine devirli dış kredilerinin Türk Lirası karşılıkları ve bu fıkraya göre devralınabilecek borçların miktarı ile sınırlı kalmak kaydıyla Hazine tarafından Özel Tertip Devlet Tahvilleri ihraç edilebilir. Bu tahviller iç borçlanma ile ilgili maddedeki limitin dışında olup, vade, faiz ve sair şartlar Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu bakanın teklifi üzerine başbakan tarafından belirlenir.

### **3-TAHVİL KARŞILIĞI BORÇLANMANIN KAYNAKLARI**

#### **3.1.Özel Kişi ve Kuruluşlar**

Ülkemizde özel kişi ve kuruluşların tasarruflarının belli bir kısmını devlete borç vermeleri yani tahvillere olan talep 1950'ye kadar oldukça yüksek olmuştur. Bunun bir anlamı da borç verilen tutar kadar tüketimin ertelenmesi ise, borcun getirisinin tüketimin ertelenmesinden kaynaklanan kayıpların üzerinde en azından kayıpları karşılayacak düzeyde olması gerekir.

1960'dan sonra para değerindeki hızlı düşüş, yaşanan enflasyonist süreç ve devlet borçlanma belgelerinin reel getirilerinin gerilemesi bu ilgiyi azaltmıştır. Özellikle uzun süreli tahvillerin zaman içinde değerlerinin azalması devlet tahvillerine olan ilgiyi azaltmıştır.

1987'de iç borçların alıcılara göre dağılımında özel kuruluşların payı tahvilde %3.4, özel kişilerin (bireylerin) payı %0.3'tür. Ancak 1989 yılından bu yana özel kişi ve kuruluşlar devlet borçlanma belgesi almamaktadır. Ancak bu birinci el pazar için geçerlidir. Bankalar ve finansal şirketler aracılığı ile özel kişi ve kuruluşlar devlet borçlanma belgeleri almaktadırlar. Bugün oldukça yaygınlaşmış bulunan REPO (vadeli geri alım sözleşmesi) bu durumu gösteren önemli bir uygulamadır.

#### **3.2.Kamu Kurum ve Kuruluşları**

Devlet tahvillerinin önemli alıcılarından olan bu tip kuruluşlar devlete kaynak sağlama işlevini de yerine getirirler. Yarı zorunlu veya zorunlu şekilde fon veya kesinti toplayan kurum ya da kuruluşların bu şekilde merkezi devlete katkı sağlamaları bunun yanı sıra da kendileri için gelir kaynağı sağlamaları uygulamada yaygın bir durumdur.

Ancak bu tür kuruluşların kaynaklarını devlete aktaracak kendi işlevlerini zora soktuklarına dair eleştiriler de oldukça yaygındır.

Bu tip kuruluşlara örnek olarak Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ve İktisadi Devlet Teşekküllerini sayabiliriz. Bu kuruluşlar topladıkları fonlarıyla devletin borçlanmasını desteklerler. 441 Sayılı Kanunun 9. Maddesi gereğince de iktisadi devlet teşekküllerinin yatırımlarının finansmanı amacıyla Devlet Yatırım Bankası tahvillerine de plase ederler.

Ancak bu tür uygulamanın en önemli sakıncalarından biri, kaynakların önemli bir bölümünü piyasa faiz haddinin altında hazineye aktarmalarıdır. Öte yandan devlet tahvilleri bu kuruluşların atıl fonları için güvenilir bir yatırım alanı sayılsa dahi bu fonları zaman zaman politik amaçlarla istismar edilmesi çoğunlukla bu kuruluşların finansman sıkıntısı çekmesine sebep olmakta, gerekli yatırımları yapmalarını engellemektedir. Bugün Emekli Sandığı ve Sosyal Sigortalar Kurumu'nun içine düştüğü durum bunun en güzel kanıtıdır. Bugün bu tür kurumlar kaynak sağlamaktan çok, kaynak talep eder durumdadırlar.

### **3.2.1.T.C Emekli Sandığı**

5434 Sayılı T.C. Emekli Sandığı Kanununun 22. Maddesinde sabit gelirli değerlerden Devlet bono ve tahvilleri ile kamu yatırımları gelir ortaklığı senetlerine yatırılmak üzere Yönetim Kurulunca hazırlanıp Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nca onaylanacak en çok 5 yıllık ve gerek ve gereksinimlere göre aynı yöntemle değiştirilebilen bir yatırım planı dairesinde işletilir, denmektedir.

Yasadan kaynaklanan düzenleme ile gelirlerin %60 oranındaki bölümü, kamu kesiminin kullanımına açık tutulmaktadır. Son yıllarda T.C. Emekli Sandığı'nın gelirleri ile bu gelirler içinde devlet tahvili faizlerinin payına tablolar

yardımları ile bakalım.

**TABLO 3.2.1.1 T.C. EMEKLİ SANDIĞI PLASMAN GELİRLERİ**

(Milyon TL)

Yıllar	Tahvil Faizi	H.Senedi Temettüsü	Mevduat Faizi	Borç Ver.Faiz.	İşletme Geliri
1989	1174	1838	7159	13535	50279
1990	1007	-	3851	8291	59791
1991	817	569	85909	6503	54709
1992	1520	3775	6408	108 985	101 016
1993	1122	-	53161	730 44	195 418
1994	174	32 697	37732	51 881	505 151
1995	628	99 496	711 437	16 918	926 707
1996	-	48 360	2 082 190	3667	1885 071

KAYNAK: Devlet İstatistik Enstitüsü 1997 Yılı Şh.231

**TABLO 3.2.1.2 T.C. EMEKLİ SANDIĞI PLASMAN GELİRLERİ İÇİNDE DEVLET TAHVİLİ FAİZLERİNİN PAYI**

(Milyon TL)

Yıllar	(1) Devlet Tahvili Gelirleri	(2) Toplam Plazman Gelirleri	(1) / (2) %
1989	1174	118 208	0.99
1990	1007	182 862	0.55
1991	817	277 289	0.29
1992	1520	545 756	0.27
1993	1122	1 005 351	0.11
1994	174	2 005 523	0.01
1995	628	4 633 705	0.01
1996	-	9 191 100	-

KAYNAK :Devlet İstatistik Enstitüsü 1997 Yılı Şh.231

İkinci tablodan çıkarılacak sonuç şudur; T.C Emekli Sandığı plasman gelirleri içinde devlet tahvili faizlerinin payı önemsenmeyecek derecede azalmıştır. Oysa 1980'de devlet tahvili faizlerinin payı toplam plasman gelirleri içinde %40 gibi büyük bir rakamı teşkil ediyordu. 1989'da %1'e indiği, daha sonraki yıllarda da önemini iyice kaybettiği anlaşılmaktadır.

T.C. Emekli Sandığı, plasman gelirleri içinde Devlet Tahvili faizlerinin payı 1980-1984 arası dönemde oldukça önemli bir paya sahipken, 1985 yılından itibaren %10'ların altına doğru inmeye başladığı görülmektedir. Plasman gelirleri içindeki Devlet Tahvilleri geliri payının düşmesinin temel iki nedeni vardır.

Bunlardan birincisi; Devlet Tahvilleri plasmanının gerilemesi; ikincisi ise; T.C. Emekli Sandığı'nın kaynaklarını yatırdığı diğer plasmanların getirisinin, Devlet Tahvili getirisinden daha yüksek olmasıdır.<sup>14</sup>

### 3.2.2.Sosyal Sigortalar Kurumu

09.07.1945 tarihinde kabul edilerek 16.07.1945 tarih ve 6058 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan (daha sonra çeşitli değişikliklere uğramıştır.) 4792 sayılı yasa gereği; Sosyal Sigortalar Kurumu; her sigorta kolu için ayırdığı yedek akçelerini bu yasada sayılan alanlara ve Devletin çıkardığı tahviller ile Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi (10.04.1990 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 414 sayılı K.H.K ile Toplu Konut İdaresi ve Kamu Ortaklığı İdaresi olarak ikiye ayrılmıştır)'nce çıkartılan gelir ortaklığı senetlerine ve hisse senetlerine yatırmak zorundadır.

**TABLO 3.2.2.1 SOSYAL SİGORTALAR KURUMU PLASMANLARI**

(Milyon TL) \*

Yıllar	Bankalardaki Mevduat	Devlet Tahvili	Gayri Menkul	İşçi Mesken Kredilerine Temlikedilen Meskenler
1989	1 492 777	451 437	128 217	56 409
1990	2923 856	596 462	231 354	48 385
1991	3059 194	589 378	421 818	39 758
1992	4053 207	50 365	741 764	24 968
1993	5666 321	40 160	1230 688	15 102
1994	9854 748	5227 663	17 246 812	7846
1995	18 552 331	5211 512	35 446534	6079
1996	48180 834	8438 736	62226 347	5559

KAYNAK :Devlet İstatistik Enstitüsü 1997 Yıllığı Sh.234

\*Plasmanlar içinde yer alan "Diğer" kalemi dikkate alınmamıştır.

<sup>14</sup>EROL Ahmet; Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'de Devlet Borçları, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No:1992/324 Ankara 1992 Sh.56

**TABLO 3.2.2.2 SOSYAL SİGORTALAR KURUMU PLASMAN GİDERLERİ İÇİNDE DEVLET TAHVİLLERİNİN PAYI**

(Milyon TL)

Yıllar	(1) Devlet Tahvili	(2) Toplam Plasman Giderleri	(1)/(2) %
1989	451 437	2424 720	18.62
1990	596 462	4288 648	13.91
1991	589 378	5049 386	11.67
1992	50 365	6159 468	0.82
1993	40.160	8928 257	0.45
1994	5227 663	36 079 250	14.49
1995	5211 512	71298 981	7.31
1996	8438 736	142 650 488	5.92

KAYNAK

:Devlet İstatistik Enstitüsü 1997 yılı Sh.234

**TABLO 3.2.2.3.SOSYAL SİGORTALAR KURUMU GELİRLERİ**

(Milyon TL)\*

Yıllar	Prim	Faiz	Tahvil ve Bono	Kira
1989	5 406 218	528 199	251 787	14 795
1990	10 346 081	742 806	240 793	31 430
1991	19 820 848	417 637	319 830	53 193
1992	31 658 048	636 679	66 866	243 882
1993	52 868 294	886 661	36 584	336 282
1994	75 372 239	14 976 550	2 069 917	503 289
1995	102 930 462	2 556 129	5 352 541	1 175 110
1996	297 869 828	9 139 193	7 457 000	2 183 406

KAYNAK :Devlet İstatistik Enstitüsü 1997 Yılı Sh.234

\*Gelirler içinde yer alan "çeşitli" kalemi dikkate alınmamıştır.

Sosyal Sigortalar Kurumu'nun plasmanları içindeki Devlet Tahvillerinin payı son yıllarda oldukça düşmüştür. Oysa 1980-1986 arası dönemde bonolarla birlikte pay oranı %30'un üzerindeydi. Bu düşüşte T.C. Emekli Sandığı'ndaki gerileme için söylediğimiz nedenlerin etkili olduğu söylenebilir. Bu düşüşün bir nedeni de kurum gelirlerinin büyük bir paya sahip olmasıdır.

### 3.3.Ticari Bankalardan Borçlanma

Devlet tahvillerinin en büyük alıcısı bankalardır. Rezervlerinin çokluğu

nedeniyle talepleri de hep fazla olmuştur. Ekonominin durgun olduğu ve kredi işlemlerinin az olduğu dönemlerde kamu borçlanmasının büyük yararları vardır. Böylece atıl fonlar devlete kaynak oluşturmaktadır.

Devlet, bazen para piyasasını denetlemek ve ticari kredileri kısmak amacıyla da bankalara tahvil satmak ister. Enflasyonist dönemlerde ya da enflasyonist süreç başladığında uygulanan bu tür yöntemlerin ters ekti yapabileceğini de unutmamak gerekir.

Ticari bankalar fazla rezervlere sahip ise, diğer kredilerini kısmadan, bu fazla rezervleri ile çok miktarda kısa süreli tahvil alabileceklerdir. Böylece daraltıcı etki doğmamış olacaktır.

3182 Sayılı Bankalar Kanununun 33. maddesi uyarınca; bu kanunun 32. maddesinin birinci fıkrası ve Türk Ticaret Kanununun 466. ve 467. maddeleri gereği ayırdıkları yasal yedek akçelerine eşit olan bir tutarı, yıllık bilançolarının genel kurallarınca onaylanmasını izleyen 15 gün içerisinde, yasal karşılık olarak T.C. Merkez Bankası nezdindeki hazine adına açılacak "Kanuni Yedek Akçeler Karşılığı Devlet Tahvili Hesabı"na yatırmak zorundadırlar.

21.03.1984 ve 18 348 sayılı Resmi Gazete'de T.C. Merkez Bankası tarafından hazırlanarak yayımlanan Özel Finans Kurumlarına ilişkin 1 numaralı tebliğin IV/10. maddesi uyarınca; cari hesaplarda biriken fonların %10'u nakit olarak kasada veya bankalarda tutulur. Cari hesaplarda biriken fonların diğer bir %10'u ile Katılma Hesaplarında biriken fonların %1'ine eşit olan miktar, T.C. Merkez Bankasında bloke edilir. (Nakit veya T.C. Merkez Bankasınca kabul edilecek likit menkul değerler cinsinden) Bu blokaj genellikle Devlet Tahvili ve Hazine bonusu şeklinde tutulmaktadır.

Ayrıca burada sigorta şirketlerinin de hem kuruluş yasaları dolayısı ile hem de pratik yararları dolayısı ile devlet tahvillerine yöneldiklerini söylemeliyiz.

Bankalar, özel finans kurumları ve sigorta şirketlerinin fonlarının önemli bir bölümünü Devlet borçlanma belgelerine yatırmalarının önemli bir nedeni de bu belgelerin vergiden muaf tutulmasıdır. Ayrıca 2886 Sayılı Devlet İhale Kanunu ile 6183 Sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun uyarınca teminat olarak kabul edilmeleri de bu belgeleri cazip kılmaktadır.<sup>15</sup>

### **3.4. Merkez Bankası**

Devlet borçlarında Merkez bankalarının ayrı bir önemi vardır. Borçlanma Merkez Bankası hesabına alacak kaydolunur. Devletin bu parayı harcaması, ticari bankalardan mevduat artışına yol açacağından, devletin borçlanarak yaptığı harcamalarla piyasada satılma gücü yaratılmış olur. Böylece Merkez bankasında yeni yatırılan fonlar diğer bankaların borç verme gücünü artırır. Yeni talep olanaklarının doğması ile ekonomide genişletici etkisi olur. Bu sebeple Merkez Bankası'ndan borçlanma "emisyon" anlamına gelmektedir.

Kısa süreli tahvillerin devlet tarafından doğrudan Merkez Bankası'na satılması ile ilave satılma gücü yaratılmış olur. Bu tür borçlanmalar ile devlet hem Merkez Bankası'nı destekleme olanağı kazanır; hem de yaratılan bu yeni satılma gücü ile ekonomi üzerinde gerekli denetim yapılmış olur.

1211 sayılı yasa gereği, Türkiye'de tam istihdam ve fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para-kredi politikasını yürütmek, paranın değerini korumak, para bulmak ve bankalardan ödünç para vermek gibi görevler T.C. Merkez Bankası'na verilmiştir. T.C. Merkez Bankası ekonomi üzerindeki denge amaçlı

para-kredi politikalarını; açık piyasa işlemleri, reeskont işlemleri, karşılık oranları (munzam ve disponsibilite) ve selektif kredi politikaları olmak üzere dört temel araç sayesinde yönlendirir.

Ticari bankaların rezervleri Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri dışındaki faktörler tarafından da etkilenir. Merkez Bankası bilançosunun alacağındaki genişleme veya borcundaki daralma banka rezervlerini artırırken, tersi durum azaltır. Mevduat ve krediler (Özellikle Hazine'ye kısa vadeli avans ve Kamu İdareleri Kredileri) gibi hesaplar Merkez Bankası'nın doğrudan kontrol edemediği kalemler olduğundan, bunlardaki değişimler bankaların rezervlerinde istenmeyen değişmelere neden olabilir. Bundan dolayı önleyici açık piyasa işlemleri ticari bankaların rezervlerindeki bu tür değişimleri etkisiz kılmak için gereklidir. Aktif piyasa işlemleri ise Merkez Bankası'nın, bankaların rezervlerindeki değişme işlemini kendisinin başlatmasıdır.<sup>16</sup>

#### 4-İÇ BORÇLANMANIN SINIRI

Devletin borcu nereden sağladığı ve hasılatın nerelerde kullanıldığı, borçlanmanın oluşturacağı ekonomik etkileri açısından önemlidir.<sup>17</sup>

Devlet borçlarındaki sürekli artış hemen her ülkede görülen bir durumdur. Ancak bir devletin iç kaynaklarının ne ölçüde borca katlanabileceği de temel bir sorundur.

Ahmet Erol'un belirttiği gibi borçlanma konusunda birbirinden farklı iki görüşün olduğu söylenebilir. Bu görüşlerden birincisine göre; Devletin

---

<sup>15</sup>EROL Ahmet a.g.e. Sh.54-62

<sup>16</sup>SALVATORE, Dominick İktisat "İlkeler ve Kavramlar" Yayına Hazırlayan Cem Alpar Türk Ekonomi Kurumu Ankara 1992 Sh.138-139

<sup>17</sup>ALTUĞ, Figen "Borç Yönetiminin Yaratacağı İktisadi Etkiler ve Türkiye'deki Durum" (1970-1980)

borçlanması ya da borçlanmayı bir mali araç olarak kullanması ekonomide enflasyonist etki oluşturur. İkinci görüşe göre ise; Devletin borçlanması, ekonomide daraltıcı rol oynayarak deflasyonist bir etki oluşturur.

Bilindiği gibi klasik iktisatçılar çok ender durumlarda borçlanılabileceği görüşündedirler. Oysa günümüzde bazı iktisatçıların borçlanmada sınır olamayacağı görüşünü savunduklarını görmekteyiz. Sınırlamayı savunanlardan Alvin Hansen'e göre "borç güvenilir sınırlar içinde oldukça hiçbir sıkıntıya yol açmayacaktır." Bu sınırın belirli kriterler açısından sınanması bu görüşü savunanlar tarafından dile getirilmiştir. Örneğin, milli gelir düzeyi, vergilenebilir kaynaklar, kamu giderleri ve faiz oranı, borcun milli gelire oranı ne kadar büyük ise borcun o denli milli geliri yutacağı da söylenebilir. Ödeme güçlüklerinin doğması sonucu ekonomik denge de bozulacaktır. Ancak kamu giderlerinin verimli ve üretken alanlara aktıldığı sürece, borçlanmanın sakıncalarının azalacağı da bir gerçektir.

Borçlanmada sınır olamayacağı görüşünü savunan iktisatçıların (Telafi Edici Maliye Politikası) bile sonuçta "Esas olarak gelişmiş ekonomilerde beliren devamlı durgunluğun giderilmesi için tam istihdam sağlanıncaya kadar borçların artırılmasını" savunmaları sonsuz anlamda sınırsızlıktan söz etmediklerini açıkça ortaya koymaktadır.

Borçlanmada sınır olamayacağını savunan Prof. M.J. Ulmer'e göre "yüksek bir borç toplamının etkisi olsa olsa psikolojiktir."

Ancak bu görüşe katılabilmek oldukça güçtür. Her şeyden önce borçlanmayı ekonomik şartlar sınırlayacaktır. Zira borç kaynaklarının her ülke

açısından bir sınırı mutlaka vardır.

Ana para taksitlerinin bütçede büyük ya da küçük sayı olarak yer alması da, önemli bir anlam taşımaz. Çünkü devlet bir yandan süresi gelmiş tahvilleri ödemekle birlikte, öte yandan yeni istikrazlar akdeder." Bir kısım borçların itfasına paralel olarak daima yenileri doğar.<sup>18</sup>

İç borçlanma hiçbir zaman en zengin ülkelerde bile sonsuz olamaz. Bir sınır vardır. Bu sınır teorik olarak reddedilse bile, koşullar sınır koymakta gecikmeyecektir. Aslında çeşitli ülkelerde (Özellikle A.B.D. Eyalet Anayasalarında) borçlanmaya karşı yasal sınırlamalar da vardır.

## **5-TAHVİLE BAĞLI İÇ DEVLET BORÇLARININ SEYRİ**

İç devlet borçlarının 1933'ten bu yana cari fiyatlarla ifade edilen borç tutarlarının belirli devreler içerisindeki nominal olarak ele alındığı takdirde sürekli artış gösterdiğini söyleyebiliriz.

### **5.1.Devlet Tahvillerinin Nominal Tutarları**

Borçlanmaya gidilen ilk yıllardan itibaren, 1942 yılına kadar artış yüzdesi 0.5-5.6 oranları arasında kalmıştır. 1947 yılında 1946'ya oranla %91.7 artmıştır. 1956 yılından 1961 yılına kadar ise çok büyük artışlar olmadan gelmiştir. 1962 yılında ise 1961'e oranla %96.8 oranında artan iç borç tutarı 9 milyar liraya yaklaşmıştır. Bunda en önemli etken; Hazine'nin, bankalar da dahil olmak üzere, bazı devlet sektörü kuruluşlarının Merkez Bankası'na, Devlet Yatırım Bankası'na olan borçlarını konsolide etmesi ve hazinenin bu borçlar yerine tahvil çıkarmasıdır. Tahvile bağlı iç devlet borçlarındaki kalemlerin çoğu yatırımlarla

---

<sup>18</sup>ERGİN Feridun, *İç Borçlar* 31.12.1967 Tarih ve Sayılı Türkiye İktisat Gazetesi

ilişkilendirilirken bugün büyük bir kısmı, yatırımlar yerine cari harcamalarda kullanılmaktadır.

Ancak yapılan bu hesaplamalar, Türk Lirası'nın satıl alma gücündeki değişikliklerin dikkate alınmadan yapılan nominal hesaplamalardır. Uzun vadeli devlet tahvillerindeki gerçek artışların saptanabilmesi için, borç miktarları üzerindeki fiyat değişmelerini etkisiz kılarak incelemek gerekir.

**TABLO 5.1.1 KONSOLİDE BÜTÇE NAKİT AÇIĞININ FİNANSMANINDA TAHVİLİN PAYI**

(Milyar TL)

Yıllar	(1) Nakit Açığı	(2) Tahvil (Net İç Borçlar)	(2)/(1) %
1989	8.141	5.982	73.5
1990	12.154	7.942	65.3
1991	33.426	2.279	6.8
1992	59.439	15.408	25.9
1993	126.103	30.135	23.9
1994	145.740	-70.339	-48.3
1995	297.151	85.657	29.1
1996	274.346	24.019	1.9

KAYNAK: HDTM Hazine İstatistik Yıllığı 1994 Hazine Aylık İstatistikleri - 1995

Tablo 5.1.1'de görüleceği üzere 1991 yılından itibaren bütçe nakit açığının finansmanında tahvillerin payı azalmaya başlamıştır. Özellikle 1994 yılında tahvillerin negatif değer alması, bütçe nakit açığının finansmanında Merkez Bankası avansları ile bonoların payının artmasıyla açıklanabilir. Son yıllarda konsolide bütçenin finansmanında, kısa vadeli iç borçlanmaya doğru bir yönelme olduğu söylenebilir.

Türkiye'de 1980 öncesi Hazine'nin borç işlemleri KİT-Hazine-Merkez Bankası ekseninin dışına pek çıkmamıştır. Ne var ki, 1980'li yıllarda, iç finansman sıkıntıları nedeniyle hazine tahvil ve bonolarının ihracının arttığını

görmekteyiz.

1985 yılına kadar Hazine'nin iç borçlanması genellikle özel kanunlar çerçevesinde devlet tahvili satılarak yapılmakta idi. 1985 yılı Mayıs ayından itibaren ihale yönetimi ile Devlet iç borçlanma senetleri satılmaya başlanmıştır. 1986 Mali Yılı Bütçe Kanunu ile "Borç İdaresi"nin ayrı örgütlenmesinden sonra tahvil ve bono satışı yoğunluk kazanmıştır. Mayıs 1985-Ekim 1986 döneminde sadece 6 aylık Hazine bonusu ve 1 yıllık Devlet Tahvili ihalede satışa sunulurken, Kasım 1986 tarihinden itibaren 3,6,9 aylık bonolar ile 1 yıllık devlet tahvillerinin satışa sunulmasına başlanmıştır.<sup>19</sup>

1996 yıl sonu itibariyle, 2.1 milyar dolar tutarında dövizli tahvil satılmıştır. Devlet tahvili, hazine bonusu, T.C. Merkez Bankası avansları ile konsolide borçlar Türkiye'nin iç borç stokunu oluşturmaktadır. Konsolide borçlar içinde, tahkim tahvilleri ile 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanununun 61. maddesi gereğince yeniden değerlendirme farklarından (kur farkları) doğan borçlar için verilen tahviller yer almaktaydı. 1933 yılından itibaren tahkim tahvilleri konsolide borçlar kaleminden tahvil kalemine alınmıştır.

Konsolide bütçe finansman ihtiyacının yanı sıra, bütçe kanunlarındaki değişiklikler, tahkim uygulamaları, özel tertip devlet tahvili verme uygulamasının kapsamının genişletilmesi gibi nedenlerle iç borç stokunun yapısı değişikliğe uğramıştır.

---

<sup>19</sup>YÜKSELER, Zafer Türkiye'de Konsolidasyon (Tahkim Kanunları) Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Ankara 1990 Sh.14

**TABLO 5.1.2.İÇ BORÇLANMADA DEVLET TAHVİLLERİ VE G.S.M.H ORANI**

Yıllar	Devlet	Tahvili	
	Miktar	Pay %	GSMH'ya Oranı
* 1989	14.901	32.4	8.5
1990	22 523	37.0	5.7
1991	33 405	31.4	5.3
1992	86 388	44.5	7.8
** 1993	190 505	53.3	9.5
1994	239 384	29.9	6.2
1995	511 769	37.6	6.5
***1996	1 250 154	39.7	8.5

**KAYNAK** :DPT, HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, MALİYE BAKANLIĞI.

\*1989 yılından itibaren nakit dışı tahviller, tahvil stokuna dahildir.

\*1993 yılından itibaren konsolide borçlar kaleminde sadece kur farkları

\*\*\*Geçici

1980-1984 döneminde tahvillerin iç borç stoku içindeki payı azalmıştır. 1988 yılına kadar kısmen devam eden bu durum, 1989-1991 döneminde, nakit dışı tahvillerle (özel amaçlı tahviller, tahkim tahvilleri, ikraz tahvilleri gibi) birlikte tahvillerin iç borç stoku içindeki payının %33.6'ya yükselmesi ile değişmiştir. Tahkim ve kur farkları nedeni ile özel tertip devlet tahvili verilmesi, konsolide borçların payını geriletirken tahvillerin payını artırmıştır.

1992-1995 arasında, 1994'teki gerilemeye rağmen tahvillerin, iç borç stoku içindeki yapının yükselişi devam ederek ortalama %41.3'e ulaşmıştır. Bu dönemde nakden satılan tahvillerin payı %16.5 olarak gerçekleşirken, nakit dışı tahvillerin payı %27'dir. Nakit dışı tahvillerin payındaki artış, 1992 yılında yapılan tahkim ve kur farkları nedeni ile Merkez Bankası'na verilen tahviller ile 1992 yılından itibaren KİT'lere ikraz uygulanmasının başlatılmasından kaynaklanmaktadır.

1993 yılından itibaren ise, konsolide borçlarda tahkim tahvillerinin yer almaması bu kalemin payını azaltırken, tahvillerin payını artırmıştır. Merkez

Bankası'na açık piyasa işlemleri yapması amacı ile değerlendirme hesabı karşılığı özel tertip devlet tahvili verilmesi de bunda önemli bir etkidir.

Özellikle 1994-1995 yıllarında bono stokunda görülen büyük çaplı artışlar sonucu, bonoların iç borç stoku içindeki yapı bir önceki döneme göre 16.6 puan artarak %28.9'a yükselmiştir.<sup>20</sup>

## **5.2.Devlet Tahvillerinin Reel Açıdan Değerlendirilmesi**

Devlet tahvillerinin gerçek değer toplamının, nominal değer toplamından daha düşük olduğunu söyleyebiliriz. Nominal artışların farklılık göstermesinin ana nedeni, para birimi değerinin düşmesidir. Borçların reel açıdan hesaplanması ise; para biriminin cari değeri esas tutularak değişmelerin incelenmesi veya değişmelerin gerçek oranını belirlemek üzere seriye dahil bütün yıllara ait borç seviyelerinin, belli bir yıldaki para birimi değeri ile ifade olunmasıdır.

Tahvile bağlı iç devlet borçları 1938 yılı sabit fiyatları ile reel değişimi 1962 yılına kadar azalma eğilimindedir. 1960'dan sonra sürekli artan bir seyir izleyen borç seviyesi 1969 yılı sonunda 1938 sabit fiyatları ile 890 milyon liraya yükselmiştir. Aslında iç borçların sürekli artışı ve buna bağlı olarak iç borçlar içinde devlet tahvillerinin oranının artışı reel açıdan da doğru olmakla birlikte bunun nominal artışın altında olduğu söylenebilir. Paranın satınalma gücündeki dalgalanmalardan doğan nominal ve reel artışlar arasındaki fark, kalkınmış ülkelerde para değerini koruduğu için yok denilecek kadar azdır.

---

<sup>20</sup>YÜKSELER Zafer, a.g.e. Sh.17-18

### 5.3.Bütçe ve İç Borçlanma

İç devlet borçları faizleri ile birlikte devlet bütçesinden ödenir. Bu nedenle kamu harcamalarının borçlardan sonra nerelere yapıldığını görmek bakımından iç borç ödemelerine bakmak gerekir.

Daha önceleri bütçeye önemli bir yük getirmeyen iç borç anapara ve faiz ödemeleri son yıllarda hükümetlerin başını ağrıtır duruma gelmiştir.

1964 yılında ödenen borcun devlet bütçesine yükü %2.3, 1967'de %3 oranında gerçekleşmişken özellikle son yıllarda bu oran büyümüştür. Hatta deyim yerindeyse; devlet borcunu ödeyebilmek için borçlanmak zorunda kalmıştır.

Oysa "Cumhuriyetin kuruluşundan 10 yıl sonra hızlı bir kalkınmayı gerçekleştirmek isteyen devlet, iç borçlanmayı sosyal sabit sermaye yatırımlarında etkili bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Böylelikle normal gelirlerle karşılanmasına imkan olmayan bir takım yatırımların finansmanları iç borçlanmaya gidilmek suretiyle gerçekleştirilmiştir.<sup>21</sup>

Son yıllardaki yüksek borçlanma 1980'den bu yana artan bir seyir izleyerek devam edegelmiştir. Tablo 5.3.1.'de iç borç servisi gösterilmektedir.

**TABLO 5.3.1.İÇ BORÇ SERVİSİ (TAHVİL VE BONO)**

Yıllar	Anapara Ödemesi	Faiz Ödemesi	İç Borç Servisi
1989	9 640	4 701	14 341
1990	11 031	8 046	19 077
1991	27 903	15 174	43 077
1992	75 517	30 931	106 448
1993	226 704	83 933	310 637
1994	556 181	226 484	782 665
1995	1.271.404	472 804	1.744.208
*1996	3.524.186	1.335.517	4.859.703

KAYNAK: Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı

\*Geçici

<sup>21</sup>ERGİNAY Akif, Maliye Dersleri, Ankara 1970 Sh.308

Hazine'nin 12.03.1997 tarihinde kamu bankalarından döviz kaynağı temin etmek için Amerikan Doları cinsinden ve yine kamu bankalarından TL kaynak çekmek amacıyla TL cinsinden düşük faizli tahviller tedavüle sürmesi gibi nedenler yılın ilk çeyreğindeki iç borç stoku rakamını biraz daha şişirmekte. Böylece konsolide bütçenin finansman kısmında iç borç karamlarının giderek büyüdüğüne tanık oluyoruz.

#### **5.4.Gelir Dağılımı Açısından Tahvilli Borçlanma**

İç borçların önemli etkilerinden biri gelir dağılımı üzerinde gerçekleşmektedir. Alvin Hansen'e göre "Borçlar bir kez ortaya çıktıktan sonra borçlanmanın amacı ne olursa olsun istihdam ve gelir dağılımı üzerine etkiler kendini gösterecektir."

Borç tahvilleri, sahiplerine başta faiz olmak üzere çeşitli çıkarlar sağlar. Devlet açısından büyük bir yük olan borçların eninde sonunda vergi gelirlerinden ödeneceği düşünülürse konunun önemi daha iyi anlaşılacaktır. Aslında gelişmiş ülkelerde bu tip faiz gelirleri de vergiye tabiyken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu tür bir vergilendirmede, tahvil piyasasını teşvik amacıyla yapılmamaktadır. Türkiye'de uzun süreli iç borçlanma tahvillerinin gelirleri her türlü vergi ve resimden muaftır.

Tahvil sahiplerine, faiz gelirinin yanı sıra başka çıkarlar da sağlanmaktadır. Örneğin; primli tahviller, ikramiyeli tahvillerde olduğu gibi tahvil piyasasını özendirici çeşitli yolların da denendiği görülmektedir. Ayrıca tahvillerin haciz edilmezliği, paraya çevrilme kolaylığı, arttırma, eksiltme ve sözleşmelerde teminat olarak kabul olunması gibi temel haklar da konumuz açısından önemlidir.

Bütün bunların gelir dağılımındaki dengesizliği körüklediği, sosyal adaleti zedelediği söylenebilir.

Daha önce değindiğimiz, faiz gelirlerinin vergilendirilmesi ise bir dereceye kadar bu olumsuz etkileri azaltabilir. Ne var ki yüksek gelir gruplarının faiz gelirlerinin vergilendirilmesi bile bu grupların vergilerini devletten kazandıkları faizle ödeyebilmeleri gerçeğini ortadan kaldırmayacaktır. Bu konuda J.C. Miller tarafından Amerika'da yapılan bir araştırmada orta gelirli grupların faiz geliri olarak andıklarından daha fazla vergi ödediklerine değinilmiştir.

Devlet borçlarının gelir dağılımı yönünden yarattığı bu adaletsizlik, sorunlu borçlar için daha büyük ölçüde olur. Ülkemizde bu tür borçlara en güzel örnek 1961 yılında uygulanmasına başlanmış olan tasarruf bonolarıdır. Nominal değeri 100 TL olan bonoyu, dar gelirli yurttaş 25-40 TL gibi düşük bir fiyatla satmaktaydı. Bu durumdan bir kısım spekülâtorlerin yararlandıkları, aradaki farkın nasıl spekülâtorlere gittiği görülmüştür. Günümüzde uygulanan "Tasarrufa Teşvik Kesintisi"ni bir tür zorunlu borçlanma olarak sayabiliriz. Ayrıca devlet tahvillerinin satılmadığı durumlarda zora başvurulabileceği tehdidi de gözardı edilmemelidir.

Devlet borçlanmasının "gelecekte alınacak vergilerin, bugünden alınması olarak tanımlanmasının nedeni de budur. Bir başka söyleyişle devlet borçları, vergi yükümlüleri tarafından ödenecektir. Vergiyi ödeyenlerle, devlete borç verenlerin aynı kişi veya kuruluş olması durumunda yukarıda değinildiği gibi vergilerini faiz gelirleri ile ödemeleri durumu olabileceği gibi farklı kişi veya kuruluşlar olması halinde gelir dağılımının daha da fazla olumsuz etkileneceğini söyleyebiliriz.

Vergi, toplumda çok değişik katmanları kapsamına alır. Bir başka değişle, vergi konusu geniş bir kitleyi ilgilendirir. Oysa borçlanma, elinde atıl kaynağı ya da birikimi olan daha dar bir kitleyi ilgilendirir. Bu dar kitlenin gelir ve servet düzeyi yüksektir. Borç ana para ve faizlerini ödemek için başvuru vergiler, daha çok yüksek gelirli kesimlerden (kaynaklarını devlete borç olarak kullandıranlardan) alınıyor ise gerçek anlamda bir yükten söz edilemez. Çünkü devlet borçlanma belgelerini alan kitle, aynı zamanda borcun finansmanını da üstlenmektedir. Ters durum söz konusu ise; yani, devlet borçlanma belgelerinin ana para ve faizleri, orta ve alt gelir dilimine giren kesimlerden toplanan vergilerle ödeniyorsa; bu durumda orta ve alt gelir dilimindeki kesimlerden yüksek gelirli kesime kaynak aktarımında bulunuluyor demektir.<sup>22</sup>

Tahvil sahibi küçük bir azınlığın yararına, gelecek kuşaklardan ağır yükler altına sokulduğu, zengin olmanın yasal yolunun bu şekilde havadan paralarla ve ayrıcalıklarla olmaması, bunun yerine çalışma karşılığı olması gerektiği, milletin parasıyla bazı kişileri zengin etmenin bir haksızlık olduğu şeklinde görüşlere de burada değinmemiz gerekir.<sup>23</sup>

Borçlanmanın gelir dağılımı üzerinde oluşturacağı olumsuz etkiler, enflasyonist dönemlerde özellikle devletten alacaklı olmayanlar (Devlet, borçlanma belgesi sahibi olmayanlar) aleyhine iyice artacaktır. Çünkü ellerinde devlet borçlanma belgesi bulunan kişiler, devlete borç olarak kullandıkları ana paraları enflasyonlar erirken, bu erime, alınan faizle bir dereceye kadar gidebilir.

<sup>22</sup>YAŞA Memduh, Devlet Borçları, Sermet Matbaası 1965 Sh.261-263

<sup>23</sup>İNCE Macit, Devlet Borçlanması (Kamu Kredisi) Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları Ankara 1976 Sh.256.

Buna karşın, devlet borçlanma belgesi olmayan kişilerin gelirleri, bir yanda enflasyon (görünmeyen vergi) karşısında erirken, bir yandan da bu kişiler,



ödedikleri vergilerle (görünür) devlet borçlarının faizlerini finanse etmektedirler. Paranın satın alma gücündeki değişme nedeni ile gelir dağılımı devletten alacaklı olmayan kesimler aleyhine bozulacaktır.<sup>24</sup>

### 5.5.Milli Gelir Açısından İç Borçlar

1938-1950 yılları arasında iç devlet borçlarının Gayr-i Safi Milli Hasılaya oranı %7-%19 arasında değişmektedir. 1964'te bu oran %20 ve 1965-1968 yılları arasında yine bu oran artma eğilimindedir. İlk yıllara oranla zamanla oranın azalan bir seyir izlemesinin bir nedeni de, enflasyonist akımın eski yıllardan kalan borcun reel kıymetinin azalmasıdır.

**TABLO 5.5.1.İÇ BORÇ SERVİSİNİN G.S.M.H'YA ORANI**

Yıllar	(Milyar TL)			
	Ara Para Ödemesi	Faiz Ödemesi	İç Borç Servisi*	İç Borç Servisi/G.S.M.H (%)
1989	9 640	4 701	14 341	6.23
1990	11 031	8 046	19 077	4.80
1991	27 903	15 174	43 077	6.79
1992	75 517	30 931	106 448	9.65
1993	226 704	83 933	310 637	15.55
1994	556 181	226 484	782 665	20.13
1995	1 271 404	472 804	1 744 208	22.20
**1996	3 524 186	1 335 517	4 859 703	9.03

KAYNAK :Hazine, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı

\*Tahvil ve Bonolar Esas Alınmıştır.

\*\*Geçici

İç borç ana para ve faiz ödemeleri toplamı, iç borç servisi vermektedir. Tablo 5.5.1.'de iç borç servisinin G.S.M.H.'ya oranı gösterilmektedir. Borç ödemelerinin sonuçta vergi gelirlerinden karşılanacağı, verginin temel kaynağının da milli gelir olması ve reel ödemeleri saptamak bakımından iç borç servisinin G.S.M.H.'ya oranı önemlidir. 1980-1984 arası ortalama %1.85 olan bu oran 1985-1990 arası %5.6'ya daha sonra 1991-1995 arası da artan kamu açıklarıyla beraber iç borç faiz oranlarının da yükselmesiyle ortalama %14.47'ye kadar çıkmıştır.

<sup>24</sup>ARSAN Üren, a.g.e. Sh.193

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **BORÇLANMA GEREĞİ VE SORUNLARI**

Dördüncü Bölümde borçlanma kavramını ele alırken, kalkınmanın finansmanında borçlanmanın yeri ve borçlanma gereği üzerinde durulacaktır. Yine, borçlanmanın ekonomik açıdan etkileri de bu bölümde- özellikle iç borçlanma açısından- değerlendirilecektir.

#### **1-BORÇLANMA GEREĞİ**

Günümüzde, devletlerin görevleri devamlı ve büyük oranlarda genişlemekte, yapmakla zorunlu olduğu hizmetler kapsam ve çeşit yönünden artmaktadır. Devlet, toplumun sosyal beklentilerini cevaplandırmaya ve kamu hizmetlerini karşılamaya çalışmaktadır.<sup>25</sup>

Nitekim hazine 1988 ve 1989 yıllarında Federal Almanya, Japonya ve A.B.D. piyasalarından, ihraç ettiği orta ve uzun süreli tahvillerle kredi sağlamıştır. Ancak 1994 yıl başlarında ortaya çıkan ve özellikle kamu finansman açısından kaynaklanan ekonomik bunalım, uluslararası mali piyasalardaki kredi itibarının yeniden kaybolmasına yol açtı. Kredi notunun düşmesine sebep olan bu gelişme Türkiye'yi dış ödeme gücü kuşkulu ülkeler arasına soktu. Böylece alınan 5 Nisan 1994 tarihli Ekonomik İstikrar Önlemleri ile Türk ekonomisi canlandırılmaya ve dış mali çevrelerdeki güvenilirliğine yeniden kavuşturulmaya çalışıldı.<sup>26</sup>

Türkiye'nin 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren kamu açıklarının büyük ölçüde artmasıyla, hem iç borçları, hem de bu yıllarda hedeflenen büyük

<sup>25</sup>EKER Aytaç, *Türkiye'de İç Borçlar V. Türkiye Maliye Eğitim Sempozyumu, 22-24 Mayıs 1989 Didim-Aydın Sh.1*

<sup>26</sup>SEYİDOĞLU Halil, *Uluslararası İktisat, İstanbul Güzem Yayınları Şubat 1996 Sh.640.*

çaplı kalkınma hamlelerine paralel olarak dış borçları hızla artmaya başlamıştır. Dış borçlardaki artma eğiliminin 1973 petrol krizi ile başladığı da söylenebilir.

Ancak Türkiye'de son yıllarda bütçe açıkları Merkez Bankası kaynaklarından finanse edildiği için enflasyon üzerinde olumsuz etkisi olmuştur. Bu olumsuz etkiyi gidermek amacıyla iç borçlanmanın ağırlıklı olduğu politikalar uygulanmaya başlamıştır. Ancak kamu kesiminin iç borçlanmaya ağırlık vermesi finansman maliyetini yükselttiğinden, özel kesimin yatırım eğilimi yavaşlamış ve finansman için kullanabileceği kaynak hacmini azaltmıştır. Vadeli mevduat ile devlet tahvili arasındaki kuvvetli ikame etkisini enflasyonist beklentiler devlet lehine artırmış ve devlet tahvillerine uygulanan özendirici ve zorlayıcı önlemler özel kesim fazlalarının kamu kesimi finansmanına yönelmesine neden olmuştur.<sup>27</sup>

Türkiye'de ne yazık ki son yıllarda etkin bir borç yönetimi sağlanamamıştır. Bu sebeple borçlanma şartları giderek ağırlaşmış, ortalama vade kısalarak faiz yükü artmıştır. Bu durum ise temel bir ikileme karşı karşıya kalınmasına yol açmıştır. "Borç ödemek için, borçlanma!"

İç ve dış borçlanma geliştirmekte olan ülkelerde ve ülkemizde önemli ekonomik dar boğazların oluşmasına ve kalkınmanın olumsuz yönde etkilenmesine neden olmakta ve siyasal alanda da büyük bir önem oluşturmaktadır.<sup>28</sup>

### **1.1.Borçlanma Nedenleri**

Borçlanma nedenleri ile gelişmişlik ölçüsü arasında sıkı bir bağ vardır. Az gelişmiş ülkelerin borçlanması daha çok yapısal bozukluklar nedeni ile, gelişmiş

---

<sup>27</sup>İstanbul Ticaret Odası; Kamu İç Borçlanmasının Kamu Dışı Kesimler İçin Kullanılabilir Kaynaklar Üzerindeki Etkisi Yayın No:1989-30 Temel Matbaacılık İstanbul Sh.1

ülkelerin borçlanması ise dönemsel ve geçici problemlere dayalıdır.

Kısaca borçlanma nedenlerine göz atacak olursak;

### **1.1.1 Yatırımların Finansmanı İçin**

Kamu kesiminin yaptığı verimli yatırımların finansmanı için vergi yerine borçlanmaya gidilmesi genellikle olumlu karşılanmıştır. Çünkü bu tür verimli yatırımlar kısa bir süre sonra kendilerini amorti etmektedirler. Örneğin, paralı yol ve köprüler, metro-demiryolu inşaatları, elektrik santralleri gibi yatırımlar verimli yatırımlardır.

İstikrar içinde bir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için programlanan kamu yatırımlarının gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Oysa kamu yatırımlarının program hedefinin yerinde kalmasının en önemli nedenlerinden biri finansman yetersizliğidir. Hatta bu olumsuzluğu gidermek amacıyla İsveç ve İngiltere gibi bazı batılı ülkeler, devlet bütçelerini, yönetim ve yatırım bütçeleri olmak üzere ikiye ayırmışlar. Yatırım bütçelerinin borçlanma gibi olağanüstü devlet gelirleriyle finanse edilmesini sağlamışlardır.

### **1.1.2. Maliye Politikasının Aracı Olarak Borçlanma**

Maliye politikası, iktisadi istikrar, kalkınma, gelir, servet ve refah dağılımında denge sağlama gibi ekonomik ve sosyal amaçları gerçekleştirmeye çalışır.

Enflasyon dönemlerinde, emisyon azaltılarak toplam talebin kısılması, depresyon dönemlerinde ise yüksek likidite tercihi düşürülerek atıl fonların harekete geçirilmesi için borçlanmaya gidilmektedir. Enflasyon dönemlerinde

---

<sup>28</sup> AÇBA Sait; Devlet Borçlanması, Ankara, Adım Yayınları Ekim 1991, Sh.3

borçlanma faizlerinin yüksek tutularak vadenin uzatılması, efektif talep düzeyinin düşürülmesine yardımcı olacaktır. Depresyon dönemlerinde ise devletin kısa vadeli borçlanması, vadesi gelen borçların yenilenmesi arzulanır, amaç likidite tercihinin yükselmesini önlemek, bu dönemde düşen faiz oranları ile birlikte yatırımların artmasına uygun bir ortam sağlamaktır.<sup>29</sup>

### **1.1.3.Bütçe Dengesini Sağlamak İçin**

Devlet bütçeleri denk olsalar bile, bütçe gelir ve giderleri arasında her zaman uyum olmayabilir. Düzenli ve düzensiz harcama ve gelirler olacağından borçlanma bir dereceye kadar gelir-gider dengesini sağlamak için kullanılabilir.gelirler ve giderler arasında zaman itibarıyla ortaya çıkan dengesizliği Hazine, kısa vadeli borçlanma yoluyla gidermeye çalışmaktadır. Devletlerin mali hayatında borçlanma, bütçeyi düzenli bir şekilde uygulayabilmek için bütçenin gelir-gider dengesini sağlayabilmek üzere yapılan hazine işlemleri dolayısıyla ortaya çıkmıştır.

### **1.1.4.Savaş veya Doğal Afetler Karşısında Borçlanma**

Bu tür olağanüstü durumlarda devlet vergileri hemen artıramaz. Bu zaman alacaktır. Bu durumda derhal borçlanmaya gidilerek büyük tutarlardaki tahviller cebren veya rıza ile kısa sürede satışa sunulur.

Doğal afetler karşısında hem borçlanma gereği doğabilecek, hem de bazı kişi ve kuruluşların ekonomik yapıları zayıflayacağı için bu kişi ve kuruluşların vergi ve benzeri borçlarının ertelenmesi, hafifletilmesi veya bir süre tümüyle kaldırılması gündeme gelebilecektir.

---

<sup>29</sup>TÜRK İsmail, Kamu Maliyesi Turhan Kisabevi, Ankara 1992 Sh. 273-279

Borçlanma nedenlerini kısaca sayarken, devletin borç yönetimi gereği piyasa faiz oranlarını takip ettiğini de söylememiz gerekir. Sermaye piyasasında faiz hadleri düşebilir, o zaman devlet tedavülde bulunan tahvillerini erken itfaya tabi tutulabilir itfa ettiği borcu kadar yeniden borçlanır. Böylece yüksek faizli bir borcun düşük faizli bir borçla değiştirilmesi "Konversiyon" sözkonusu olur.

Ayrıca devlet kısa vadeli borçların miktarındaki artıştan kaynaklanan olumsuzlukları giderebilmek amacıyla, bu borçları uzun vadeli hatta ebedi borç haline getirebilir. Ebedi borç hiçbir zaman ödenmeyen, sadece faizi ödenen borçtur. Bu şekildeki bir uygulamaya tahkim "konsolidasyon" denir. Devlet tahkim işlemini ya doğrudan hazine bonolarını devlet tahvilleriyle değiştirerek yapar veya ihraç ettiği devlet tahvillerinin satışından elde ettiği gelirlerle hazine bonolarını öder.

## **1.2.İç Borçlanmanın Biçimsel Özellikleri**

### **1.2.1.Tahvilsiz Borçlanmalar**

Bu çeşit borçlanma genel olarak bir kaynaktan sağlanmış olacağından tahvil çıkarılması gerekli görülmemiş borçlanmadır.

### **1.2.2.Tahvilli Borçlanmalar**

Halka satışa çıkarılan tahviller borç verenler için "bir borç senedi" niteliği taşır. Ülkemizde süresi bir yıla kadar olan iç borçlar kısa süreli (bono) süresi bir yıldan uzun olanlar ise uzun süreli (tahvil) borç olarak değerlendirilmektedir.

Tahviller, isme yazılı, taşıyıcıya yazılı ve hem isme hem taşıyıcıya yazılı tahviller olabilmektedir. Taşıyıcıya yazılı tahvillerin konversiyona daha çok elverişli olduklarını söyleyebiliriz. Ancak isme yazılı tahvillerin avantajları,

taşıyıcıya yazılı tahviller için söz konusu olamamaktadır. Hem isme, hem taşıyıcıya yazılı tahvillerde ise ana paralar isme yazılı olup, faiz kuponları taşıyıcıya yazılıdır. Bu tip tahviller özellikle süresiz borçlar için uygun düşmektedir.

### **1.2.3.Kesitlerin Büyüklüğü**

Tahvillerin kesiti (kupürü), çıkarılan tahvillerin nominal değerini ifade eder. Hazinesinin büyük meblağlara ihtiyacı olduğu dönemlerde (savaş vb.) çok küçük kesitli tahviller çıkarılır. Buradaki sakınca bu kesitlerin kağıt para ihracına yaklaşması ve bir çeşit faiz getiren para olma eğilimi taşımalarıdır.

Ülkemizde çıkarılan ilk tahviller 20 liralık kesitli tahvillerdir. 1933 Ergani istikrazı üç tertiple çıkarılmıştır. Bunun ilk tertibi de 20 liralık kesitlerle olmuştur. 1946'da 100 TL'lik kesitler çıkarılmıştır. 1961'de çıkarılmaya başlanan tasarruf bonolarınının 10 TL'lik kesitleri dahi çıkarılmış fakat daha sonra yapılan yasal düzenleme ile bundan vazgeçilmiştir.

### **1.2.4.Borçlanmada Taraflar**

Borçlanmada tarafların birisini (borçluyu) devlet, ötekini de birikim ve sermaye sahibi yurttaş ve kuruluşlar oluşturur. Borçlunun devlet olması yetki sorununu da beraberinde getirir.

Borçlanma için genel olarak yasama organları yetkilidir. Ülkemizde de uzun süreli borçlanmalar özel bir kanunla yapılmaktadır. Ancak kısa süreli borçlanmalar, bütçe kanunlarında Hükümet'e ve Maliye Bakanlığı'na (Hazine'ye) yetki veren bir hükme dayanılarak yapılır. Hatta uzun süreli borçlanmalarda da borçlanma ile ilgili bazı yetkiler kullanılması hükümete bırakılmaktadır. Borcun

miktarı, süresi, faiz oranı ve yükü ile ilgili koşullar kanun konusu olduğ halde, borcun piyasaya sürülmesi ile ilgili konularla geniş ölçüde hükümet yetkili kılınmaktadır. (Borcun ne zaman akdolunacağı, satış süresi, faiz, prim, ikramiye vb. konular)

### **1.2.5.Borçlanmanın Miktarı**

Borçlanmanın miktarı önemli bir sorundur. Başta A.B.D olmak üzere çeşitli ülkelerde devlet borçlarının toplam miktarı için "borç tavanı" kabul edilmiştir. Fakat bunun her zaman etkili olduğunu söyleyebilmek oldukça güçtür.

Günümüzde ise borçlanma, sadece uzun sürede verimli sayılan devlet yatırımlarının finansmanında değil, tüm kamu giderlerinin finansmanında kullanılmaktadır. Bu şekilde yaygın ve olağan bir araç durumuna gelmiş olmasına karşın borçlanma, esas itibariyle geçici bir kaynaktır. Borç belli bir süre sonunda ödenmekte ve bu ödemeler çoğunlukla vergi gelirleri ile yapılmaktadır. Bu açıdan borç, gelecekteki vergi gelirlerinin bugünden kullanılması gibi temel bir soruna da kaynaklık etmiş olmaktadır.

Öte yandan iç borçlanma tahvillerinin belli bir isimle piyasaya çıkarılmaları yurttaşların duygularını harekete geçirerek tahvillerin sürümünü kolaylaştırmaya ve borçlanmayı haklı göstermeye yöneliktir. Çünkü bütçenin genellik ilkesi içinde, "gelirlerin tahsis edilmezliği" koşulu vardır. Böylece borçlanma ile elde edilen gelirin, diğer kamu gelirleri ile birlikte genel bütçe gelirleri içine girmesi gerekir.

Burada, iç devlet borçlanmasının bir aracı olarak tahvillerin sağladığı çıkarlara da değinmemiz gerekiyor. Birikim sahipleri için, maddi çıkar ve güvenlik ön plandadır.

### **1.3.Tahvil Alıcılarına Sağlanan Çıkarlar**

#### **1.3.1.Faiz Oranlarının Dolaylı Yönden Yükseltilmesi**

Nominal faiz oranını etkileyen; tahvillerin başa başın altında çıkarılışı primli oluşu, ikramiyeli oluşu ve vergi muafiyetleri tahvil sahiplerine sağlanan çıkarlar olarak sayılabilir.

##### **1.3.1.a.Başa Başın Altına İhraç**

Tahvilin satışı, üzerinde yazılı bedel üzerinden yapılmışsa buna başa baş ihraç denmektedir. Piyasa faiz hadlerinin düşmesiyle devlet tahvillerinin borsada değeri yükselebilir. Örneğin mali piyasada cari faiz hadleri %4 ise %6 faizli eski 1000 liralık devlet tahvilinin borsadaki fiyatı 1500 liraya yükselir. Devlet bu durumda aynı nominal değerdeki eski tahvillerini yine aynı nominal değerdeki yeni tahvillerle değiştirmek isteyebilir. Bunun için yeni tahvillerin faiz oranının örneğin %5 gibi piyasa faiz oranlarının üzerinde olmasına özen gösterir. Böylece borcun ana parası değişmeden faiz ödemelerinde bir azalma söz konusu olur.

Ancak bazen devlet, tahvillerini satarken üzerinde yazılı nominal değerden daha düşük bir fiyatla satmayı ve vade dolduğundan da nominal değer üzerinden tahvilini geri almayı kabul eder. Aynı zamanda da nominal değer üzerinden faiz öder. Örneğin 100 TL nominal değeri olan %5 faizli bir tahvil 95 TL'na satılır. Tahvil sahibi her yıl 5 lira faiz aldığı gibi vade sonunda da tahvilini devlete 100 TL'na satar. Burada gerçek faiz oranı %5.27 olmuştur.

Böyle bir uygulama değişik açılardan eleştirilmektedir. Çünkü bu uygulama ile gelecek kuşaklar ağır yük altına alınmış olabilir. Devlet ileride altından kalkamayacağı bir yükün altına girmiş olabilir. Ayrıca bu tip borçlanma

kaynağı, zenginler olduğundan gelir dağılımında dengesizlik artar ve ileride bir konversiyona başvurma olanağını da azaltır.

Ülkemizde 1933 Ergani istikrazının 100 TL'lik kesitinin 95 TL'na 20 TL'lik kesitlerinin ise 19.70 TL'na satıldığı görülmüştür. En son 1942 Milli Savunma İstikrazlarının da başa başın altında çıkarıldığını ve daha sonra bu uygulamadan vazgeçildiğini söyleyebiliriz.

### **1.3.1.b.Prim Uygulaması**

Tahvillerin süreleri sonunda nominal değerlerin üzerinde bir değerle itfa edilmeleri primli tahvillerin önemini artırmaktadır. Ancak gerek primli tahvillerin gerek başa başın altındaki tahvillerin orta süreli borçlanmalar için çekici olduğu söylenebilir. Çünkü süre uzadıkça primin önemi de küçülecektir.

### **1.3.1.c.İkramiyeli Borçlanma**

İkramiye uygulaması gerçek faiz oranını yükseltir. Ancak bu durum tahvil sahipleri açısından düzenlenen çekilişte kazananlar için söz konusudur. Fakat sonuçta devletin borç ödemesi, ikramiye yoluyla fazlaşmış olur. Bu tip uygulamaların, insanları kumara teşvik edeceği açısından eleştirildiklerini söylemeliyiz. Ancak bu yol az ve orta gelirlileri birikime teşvik eden bir yoldur. Ülkemizde başlangıçta uygulanan bu tür borçlanmalardan daha sonraları vazgeçilmiştir.

### **1.3.2.Vergi Muafiyeti**

Bu uygulamada tahvil sahiplerince, faiz, ikramiye, prim gibi isimlerle sağlanan gelirlerin vergi kapsamı dışında tutulması esas alınmıştır.

Vergi muafiyetinin süreli veya süresiz olabileceğini söyleyebiliriz. Süresiz vergi muafiyetinde borçlanma sahipleri, elde ettikleri gelirler için bazı vergileri borçları itfa edinceye kadar ödemezler.

A.B.D.'de 1942 yılına kadar bütün tahvillerin faiz gelirleri için, gelir muafiyeti uygulanırken bu yıldan itibaren vergilenebilir gelir sayılmıştır. Ülkemizde ise orta ve uzun vadeli borçlanmalarda tahvil gelirlerinin her türlü vergi, resim ve harçlardan muaf tutulduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu uygulamanın gelir dağılımını olumsuz yönde etkileyeceği yönündeki görüşlerin olduğunu da söylememiz gerekir.

Burada sayılan temel çıkarların yanı sıra, tahvil sahiplerine bazı yan çıkarların sağlandığı da bir gerçektir. Örneğin tahvillere, bazı mübadeleler için özel likidite ve tedavül olanakları tanınır. Tahvillerin süreleri dolmadan istenildiği zaman paraya çevrilebilmesi önemli bir özelliktir. Bunun için tahvillerin, başta Merkez Bankası ve diğer bankalarca kabulü ve gerektiğinde reeskonta tabi tutulmasını sağlamak gerekir.

Bazı ülkelerde vergi borçlarının tahvillerle ödenebileceği de kabul olunmuştur. Bu şekilde bir yandan da borcun itfası sağlanmış olmaktadır.

Ayrıca İngiltere ve A.B.D. gibi bazı ülkelerde, bazı tahvillerin ileride çıkarılacak daha yüksek kazanç sağlayan başka tahvillerin satın alınmasında kullanılabileceği garantisi verilmektedir.

Bu açıdan önemli bir uygulama da, ülkemizde; "tahvillerin hazine tarafından satılan milli emlak bedellerinin ödenmesinde ve resmi dairelerce yapılan artırma, eksiltme ve sözleşmelerde nominal değerleri üzerinden teminat olarak kabul olunmalarıdır."

Burada söz etmemiz gereken başka bir uygulama ise ilk kez 1798'de Fransa'da uygulanmaya başlanılan "tahvillerin haciz edilmezliği" ilkesidir. Fakat bu tür bir uygulamanın sakıncaları dolayısıyla ihtilaf konusu olduğunu da belirtmemiz gerekir.

## **2-BORÇLANMADA GARANTİ**

Borçlanmada borç verenlerin, çıkarlarının gelecekte güvenlik ve garanti altında bulunması önemlidir. Kamu kredisinin gelişmesiyle birlikte alacakların garanti şekilleri de gelişme göstermiştir. Bugün devletin borcuna karşılık bir garanti sorunu, daha çok para değerindeki düşmeler ve borçlanma çıkarlarının süre dolmadan kaldırılması açısından önem arz etmektedir.

### **2.1.Tahvil Sahipleri Açısından Garanti**

Devlet, tahvillerinin süresi dolmadan erken ödeme ya da konversiyona gitmeme garantisi önemlidir. Ancak bu tip garantiyle devletin kendisini bağlaması ileride şartlar devlet lehine geliştiğinde bile olumlu şartlardan yararlanamaması söz konusu olmaktadır. Bu sebeple de bu tür güvencelerin belirli sürelerle sınırlı tutulması gerekmektedir.

Çıkarılan tahvillerin hemen hepsinde, ihraçlarından itibaren 10 yıl geçmeden erken ödeme veya konversiyona gidilmeyeceği belirtilmektedir. Ancak 1942 Milli Savunma İstikrazında olağanüstü hallerin son bulduğu ilan olunduktan iki yıl sonra tahvillerin nominal değeri üzerinden ödenerek tedavülden kaldırılabilceği kabul edilmiştir.

Tahvillerle ilgili ikinci bir garanti de, ileride alıcılarına daha fazla çıkar sağlayan yeni tahviller çıkarıldığında, bu yeni çıkarılan tahvillerin çıkarlarından

yararlanma hakkının garanti edilmesidir. Örneğin 1970 yılında devalüasyonla faiz oranları %9'a çıkarıldığında eski tahvil faizleri de aynı orana (böyle bir garanti verilmemesine rağmen) çıkarılmıştır.

## **2.2.Para Değerindeki Düşmelere Karşı Garanti**

Para değerindeki düşmeler, tahvil alıcılarının en çok etkilendiği sorunların başında gelmektedir. Paranın satınalma gücündeki düşüş tahvile olan talebi azaltacaktır. Bunu önlemek isteyen devlet, bu soruna karşı garanti vermek zorunluluğu hissedecektir. Bu garantiyi paranın değerini daha güvenli kaynaklara bağlayarak verebilir. Altın, döviz veya fiyat endekslerine bağlamak gibi.

### **2.2.1.Altın Garantisi**

Tahvilin bedeli ihraç anında ne kadar altın karşılığı ise süre sonunda da aynı miktar altının değerine bağlanmasıdır. Bu şekilde tahvil alıcısı para değerindeki düşmelere karşı korunmuş olmaktadır. 1952'de Fransa'da uygulanan altın garantisi ile, süre sonunda ana paranın ödenmesi garanti kapsamına alınırken faiz gelirleri bu garantinin dışında bırakılmıştır. Ayrıca bu tahvillere halkın ilgisi altın garantisi sayesinde artmış, atıl bulunan altınlar dahi tahvil karşılığı Merkez Bankasına yatırılmıştır.

Bu tür garantilerin özellikle dış borçlar açısından da uygulandığını söyleyebiliriz.

### **2.2.2.Kambiyo Garantisi**

Tahvil bedellerinin istikrarlı bir yabancı paraya göre hesaplanarak ödenmesi kambiyo garantisini oluşturur. 1.Dünya Savaşı sonrası Almanya'da paranın değerinin maksimum seviyede düşmesi, birikim sahiplerini daha güvenli

(dolar, sterlin vb.) yabancı paralara yönelmiştir. Aynı sorunu yaşayan Fransa ilk kez 1925 yılında "Caillaux" borçlanması ile kambiyo garantili tahvilleri piyasaya sürmüştür. Sterlin'e bağlanan tahviller için kambiyo garantisi hem ana para hem de faiz ödemelerini kapsayıcı tutulmuştur. 1937 Vincent Auriol borçlanması ise dolar ve sterlin üzerinden ikili bir garanti ile piyasaya sürülmüştür. (İtfa sırasında, tahvil sahibi bu iki paradan birisine göre parasını alıyordu.)

Ancak bu tür bir garantinin, sözü edilen yabancı paralarla doğrudan ilişkili olduğunu unutmamak gerekir. Bu paralarda meydana gelen dalgalanmalar ve devalüasyonlar kambiyo garantisinin sakıncalı yönünü oluşturmaktadır. Ayrıca psikolojik açıdan ulusal paradan kaçışı körükleyeceği gerçeğini de unutmamak gerekir.

### **2.2.3.Fiyat Endeksleri Garantisi**

Tahvilin değerinin, bazı malların fiyatlarına endekslenmesi de bir tür garantidir. Finlandiya, Fransa ve İsrail gibi ülkelerde uygulanan bu tür garantinin olumlu yönlerinin olduğunu söyleyen görüşler bunları bir kaç açıdan değerlendirmişlerdir. Bunlar;

Enflasyonun dar gelirliler aleyhine yol açtığı eşitsizliği giderici olmak,

Gelecekteki fiyat dalgalanmalarının tahmini sayesinde riskleri azaltmak,

Borçlanma maliyetini düşürmesi,

Enflasyonun gelir dağılımı ve kaynakların kullanılışı yönünden doğurabileceği sorunları azaltmak olarak sıralanabilir.

### 3. BORÇLANMA SORUNLARI VE BORÇLANMANIN EKONOMİK ETKİLERİ

Borçlanma politikalarının beklenen neticeyi vermesi için, borçlanma sorununda ortaya çıkacak ekonomik etkilerin önceden belirlenmesi gerekir.

Devletin borcu nereden sağladığı ve hasılatın nerelerde kullanıldığı, borçlanmanın oluşturacağı ekonomik etkiler açısından önemlidir.<sup>31</sup>

Borçlanmanın ekonomik etkilerini incelerken, özellikle iç ve dış kaynaklardan sağlanan borçlarının etkilerinin farklı olacağını belirtmek gerekir. Borçlanma ile, borç ödemesinin de birbirinden farklı ekonomik etkileri olacaktır.

Borçlanma yoluyla sağlanan fonların toplam istem ulusal gelir ve istihdam üzerinde oluşturacağı etki büyük ölçüde borçların kaynaklarına bağlıdır.<sup>32</sup>

Günümüz ekonomistlerinin çoğu, borçlanmanın ekonomi üzerinde enflasyonist etki oluşturacağı görüşünü savunmaktadırlar. Ancak bunun için devletin borçlanma kaynaklarına da bakmak gereği vardır. Borçlanmanın sonucunda toplanan kaynakların, mal ve hizmet satın almakta kullanılması da borçlanmanın ekonomik etkileri açısından önemlidir. Aynı zamanda devlet borçlanmasının, toplumda oluşturduğu psikolojik yapının da enflasyonist sürecin başlamasına veya devam etmesine katkısı büyüktür.

Borçlanmanın, gelir ve servet etkilerini de belirtmeniz gerekir. Devlet borçlanma belgelerinin faizlerinden sağladıkları gelirlerle, kişiler tüketimlerini arttırabilirler. Servet etkisinde ise, bireyler borç nedenle de harcama düzeylerini

<sup>31</sup> ALTUĞ Figen, Borç Yönetiminin Yaratacağı İktisadi Etkiler ve Türkiye'deki durum (yayımlanmamış Doktora tezi) İ.Ü. İktisat Fakültesi, İstanbul 1982 s.b

<sup>32</sup> ARSAN Üren, Türkiye'de Cumhuriyet Devriminde İç Devlet Borçları A.Ü. S.B.F. Ankara 1961 s.105

yükselte bilirler, buna borç aldatması (debt illusion) adı verilmektedir. Bu yanıma nedeni ile bireyler gelirlerini tüketime ve tasarrufa yönlendirme kararlarında sapmalar olur. Borçlanmanın tüketim harcamalarını artırıcı etkisi olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle talebin vere olduğu varsayımı ile devlet borçlanması fiyatları ve dolayısıyla enflasyonu artırıcı etki yapar.

Devlet borçlanma belgesi alımına ayrılan kaynakların büyük bölümü tasarruf edilen kaynaklardır. Bunun ise nihai anlamda enflasyonu körükleyeceği söylenebilir.

Hazine, borçlanma belgelerini, piyasaya sürme olanağı bulamadığı zaman ile bunları Merkez Bankasına kırdırmaktadır. Böylece, hazinenin Merkez Bankasından borç alma işlemi emisyon hacminin artmasına neden olmaktadır. Hazinenin, Merkez Bankasından aldığı borçların emisyon hacmini arttırması için, Merkez Bankasının kırdırılan devlet borçlanma belgelerini yeniden piyasaya sürmemesi gerekir. Merkez Bankasının, hazineye veya bir başka lehdara (örneğin, başka bir bankaya) açtığı kredi bir çarpan ile büyüyerek toplam para arzını arttırır.<sup>33</sup>

Earl A. Rolgh'e göre ise, devletin piyasadan borç adı altında para toplaması, likiditeyi azaltır. Bu ise ekonomide deflasyonist bir etki oluşturur. Kamu kesimi borçlarında başlayan deflasyonist etki, bir süre sonra ekonominin tümünü kapsar, Üretim düzeyinin veri olduğu varsayılırsa bu etkinin talebe iki şekilde yansıdığı görülür.

---

<sup>33</sup> BULUTOĞLU Kenan, Kamu Ekonomisine Giriş, 1981 s. 497 - 498

<sup>34</sup> ULUAZAM Özhan, Kamu Maliyesi, Sevinç Matbası Ankara s.319

- Eski borç senetlerinin değerinin düşmesi sonucu, bu senet sahiplerinin gelirlerinde bir azalış olur. Bu azalış nedeniyle, eski borç sahipleri tüketim harcamalarını kısma yoluna giderler. Böylece, borçlanma fiyatlar genel düzeyi üzerinde doğrudan daraltıcı (deflasyonist) etki oluşturmuş olur.

- Yeni kamu borçları piyasadaki özel borçları da etkileyerek, bu borç sahiplerinin tüketim harcamalarını kısmalarına yol açar. Buda devlet borçlanmasının dolaylı yoldan deflasyonist etki oluşturmasıdır.

Borç faizleri ve ara parası, sonuç itibariyle vergi gelirleriyle karşılanacaktır. Devlet borçlanmasının gelecekte alınacak vergilerin, bu günden alınması olarak tanımlanmasının nedeni de budur. Bir başka söyleyişle, devlet borçları vergi yükümlüleri tarafından ödenecektir. Vergiyi ödeyenlerle, devlete borç verenlerin aynı kişi veya kuruluş olması durumunda gelir dağılımı adaletsizliğinden söz edilmeyebilir, Ancak tersi durum da ise gelir dağılımı sorunu ortaya çıkacaktır. Devlet borçlanma belgesi <sup>34</sup> sahiplerine nominal faiz oranı dışında vergi yasaları ile sağlanan bir takım ayrıcalıklar (vergi muafiyeti v.b.) ise gelir dağılımında ki adaletsizliği iyice şiddetlendirecektir.

Çalışmamız açısından burada detaylı olarak değirmememize rağmen dış borç yükünden de söz edebiliriz. Dış borç yükü: yıllık borç servisinin yıllık döviz gelirlerine oranıdır. Bu oranın yüksek olması ödeme güçlüklerini beraberinde getirecektir.

Klasik görüşe göre; bütçe açığının borçlanma ile giderilmesi, cari tasarrufu daha çok ve tüketimi daha çok kısımaktadır. Tasarrufların kısılması, gelecek

---

<sup>34</sup> ULUATAM Özkan, Kamu Maliyesi, Sevinç matbaası, Ankara s. 319

kuşaklara daha az sermaye aktarımına neden olur. Bu ise yatırımları ve üretim düzeyini olumsuz etkileyerek Milli gelir düzeyinde düşüşe yol açacaktır.

Keynesyen görüşte ise; asıl sorun dış borçlar için geçerlidir. Ayrıca klasiklerin aksine borçlanmanın tasarruflardan değil, tüketimden yapıldığı belirtilmektedir. Bu görüşe göre borç yükünün gelecek kuşaklara yansımadağı da dile getirilmiştir.

### **3.1. İç Kaynaklardan Borçlanmanın Ekonomik Etkileri**

İç Borçlanmanın ekonomi üzerindeki etkileri borçlanılan kaynaklar açısından farklıdır. Bu kaynaklardan bazıları açısından ekonomik etkilerini inceleyelim.

#### **3.1.1. Özel Tasarruf Sahiplerinden Borçlanma**

Bu grubun içine gerçek kişiler ile özel sektör tüzel kişilerinin girdiğini söyleyebiliriz.

Devletin bireylerden borçlanması aşamasında tasarrufa ayrılan kaynaklar çekileceğinden toplam talebi de belirgin bir değişme olmayacağı söylenmiştir. Ancak devlet ek çıkarlar sunarak, bireylerin tüketim harcamalarından kısıntı yapmalarını sağlayarak borçlanma belgelerine yönelmelerini sağlayabilir. Bunun ise yatırımları azaltacağından ekonomide daraltıcı bir etkisinin olacağını söyleyebiliriz. Devletin borçlanma yoluyla topladığı kaynakları kullanmaması durumunda emisyon hacmi ve tüketim harcamaları daralır. Ayrıca yüksek faiz ödemeleri antiinflasyonist amaçlarla yapılan borçlanmanın olumlu etkilerini azaltır. Diğer bir açıdan da yüksek enflasyonunun yaşandığı dönemde devletin düşük faiz politikası ile gönüllü tasarrufları çekmesi çok zordur.

Servet ve gelir etkilerinin kronik enflasyonunun yaşandığı ekonomiler için olumsuz etkilerinin olacağını daha önce söylemiştik.

Devlet, borçlanma ile elde ettiği kaynakları kamu yatırımlarının finansmanını da kullanırsa üretimin artmasıyla birlikte enflasyonda da düşme görüle bilecektir. Oysa bu kaynakları yatırım dışı harcamalarda kullanırsa, toplam arzın artmadığı varsayımı ile bu harcamalar toplam talebe eklenerek fiyatlar genel düzeyini artıracaktır.

Bunlara ek olarak devletin, süresi dolan borçlarını ödemek amacıyla borçlanmasının, borçlanılan miktar ile borç ödemesi arasındaki farka göre değişeceğini söyleyebiliriz. Borçlanılan miktarın, ödenecek miktarın üzerinde olması durumunda (yani tüketim harcamaları kısılarak borçlanılıyorsa) ekonomide daraltıcı bir etkinin oluşacağını, tersi durumda ise enflasyonist bir etkinin oluşacağını söyleyebiliriz.

### **3.1.2. Sosyal Güvenlik Kurumlarından Borçlanma**

Borçlanma büyük miktarda fonlar birikmektedir. Bu kurumlar özellikle, güvenilirlik açısından ve yasal zorunluluklar sebebiyle topladıkları fonların büyük bir bölümünü devlet borçlanma belgelerine yatırırlar. Ancak bu durum özel kesimin verimli yatırımlarını azaltabilir. Bu ise ekonomide daralmaya sebep olacaktır.

Bu tür kurumların fonlarının olumlu olarak değerlendirilmesi ve hizmetlerini de aksatmamalarının sağlanması gerekmektedir.

### **3.1.3. Bankacılık Kesiminden Borçlanma**

Ülkemizde devlet tahvilleri ve hazine bonolarının en büyük alıcı bankalardır. Yasal zorunluluklarında ötesinde düşük risk ve yüksek faiz ve giden muafiyet devlet borçlanma belgelerini bankacılık kesimi için oldukça cazip kılmaktadır. Ancak bunun olumsuz etkisi; yatırımların azalması ve üretimin daralması sonucu milli gelirin düşmesidir.

Özellikle ekonominin durgun olduğu ve bankalarda kredi işlemlerinin az olduğu zamanlarda devletin bankalardan borçlanması yararlıdır. Böylece, bankalarda atıl olarak duran fonlar ekonomiye aktarılacaktır. Enflasyonist dönemler de devlet, piyasayı kontrol etmek ve ticari kredileri kısmak amacıyla da bankalardan borçlanır. Ancak böyle zamanlarda devletçe toplanan fonların bir süre kullanılmadan tutulması gerekir.

Çünkü bankalardan borçlanarak alınan kaynakları harcamalarda kullanırsa bu harcamalar belli bir süre sonra bireylerin ve kuruluşların eline gelir olarak geçecektir. Bu gelirler yeniden mevduat artmasını sağlayacaktır. Mevduat artışına paralel olarak bankalarca kaydı para oluşturulmak suretiyle, para ve kredi hacmi şişirilerek ekonomide enflasyonist baskı oluşacaktır.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> EROL Ahmet, a.g.e. s. 79

**TABLO:3.1.3.1.BANKALARIN SATIN ALDIĞI MENKUL KIYMET MİKTARLARI****TRİLYON TL**

	1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	miktar	yüzde pay	miktar	yüzde pay	miktar	yüzde pay	miktar	yüzde pay	miktar	yüzde pay	miktar	yüzde pay
Hisse senedi	56.4	2.8	158.3	3.1	565.1	2.7	1002.4	1.4	113.4	0.1	5.2	0.0
Özel sek.Tahr	7.4	0.4	8.9	0.2	42.7	0.2	152.8	0.2	198.3	0.1	0.0	0.0
Devlet Tahvili	625.9	30.8	1463.7	28.9	3959.4	18.7	12640.6	17.1	74607.8	42.9	5107.8	31.4
Hazine bonosu	967.5	47.6	2097.1	41.3	13060.4	61.8	54749.2	74.0	78377.9	45.1	58.5	46.4
Banka bonosu	0.2	0.0	27.7	0.5	84.4	0.4	25.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finas. Bonsu	0.7	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Döv. endk. Senet	48.7	2.4	131.3	2.6	133.3	0.6	421.0	0.6	111.4	0.1	0.0	0.0
Gelir ortak. Senedi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Varl.dayalı menk. Kıy.	31.9	1.6	103.6	2.0	140.0	0.7	238.8	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam	1738.8	85.6	3991.8	78.7	17985.3	85.1	69230.0	93.6	153408.8	88.3	12661.5	77.8

**KAYNAK: SERMAYE PİYASASI KURULU**

\*Borsa işlemleri ve borsa alışında yasal yükümlülükleri tamamlanmış işlemleri kapsamaktadır.

\*\* Temmuz sonu itibarı ile

Bankaların ilende bulunan menkul kıymetlerin en büyük kesimini Devlet tahvilleri ve hazine bonolarının oluşturduğu tablodan anlaşılmaktadır.

### 3.1.4. Merkez Bankasından Borçlanmanın Ekonomik Etkileri

Devletin, Merkez bankasından borçlanarak elde ettiği kaynakları harcaması durumun da satın alma gücü artırılmış olur. Ticari bankalarda mevduat artışına yol açan bu durum sonuçta emisyonu artırarak, ekonomi üzerinde genişletici bir etki yapar. Özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde bu tür başlanmadan kaçınmak gerekir.

Açık piyasa işlemleri yoluyla, ticari bankaların rezervleri, merkez bankasının yapacağı devlet tahvili ve hazine bonosu alım-satım işlemleri

sayesinde etkilenebilir. Ticari bankaların rezervleri, açık piyasa işlemleri dışındaki faktörler tarafından da etkilenir.

Merkez Bankası bilançosunun alacağındaki genişleme, yada borandaki daralma banka rezervlerini artırırken, tersi bir durum azaltır. Mevduat ve krediler (özellikle hazineye kısa vadeli avans ve kamu idareleri kredileri) gibi hesaplar Merkez Bankasının doğrudan kontrol edemediği kalemler olduğundan, bunlardaki değişimler bankaların rezervlerinde istenmeyen değişmelere neden olabilir. Bundan dolayı önleyici açık piyasa işlemleri ticari bankaların rezervlerindeki bu tür değişimleri etkisiz kılmak için gereklidir. Aktif piyasa işlemleri ise Merkez Bankasının, bankaların rezervlerindeki değişme işlemini kendisinin başlatmasıdır.<sup>36</sup>

### **3.2. Dış Kaynaklardan Borçlanma**

Konumuz açısından dış borçlar ve dış borç kaynakları ve ekonomiye etkilerini detaylı bir şekilde incelememekle birlikte burada kısaca bahsetmek yararlı olacaktır.

Dış borcun faiz oranı, ödeme süresi, sade yapısı, serbest veya bağlı kredi türünden olması gibi koşullar ekonomi üzerindeki etkilerini belirleyecektir. Örneğin, borcun kısa vadeli ve yüksek faizli olması ekonomiyi olumsuz yönde etkilerken tersine bir durum, kaynakların verimli kullanılması ile olumlu etki yapacaktır.

Dış borçlanma yapıldığında G.S.M.H'da bir artış söz konusudur ancak ödeme durumunda G.S.M.H'da azalma olacağı da kesindir. Ayrıca vadesi dolan

---

<sup>36</sup> SALVAZORE Dominick İktisat 'İlkeler ve Kavramları Yayına hazırlayan: Cem Alpar Türk Ekonomi Kurumu Ankara 1992 s.138 - 139

dış borçların ödenmesi ihracat üzerinde olumsuz bir baskı oluşturacaktır. Aynı zamanda döviz sıkıntısı çekiliyor olması olumsuzlukları iyice körükleyecektir.

Dış borçlanma ile sağlanan kaynaklar ülkenin sermaye birikimini artırır. Sermaye birikiminin artması ise yatırımları ve neticede büyüme oranını yükseltir. Zira, yatırımlardaki artış, çarpan yoluyla milli geliri ve dolayısıyla kişi başına düşen G.S.M.H'yı artırır. Buda hızlandıran etkisiyle tekrar yatırımları yükseltir. Çarpan dolayısıyla ortaya çıkan gelir artışlarının arz yetersizlikleri nedeniyle enflasyona yol açmaması için, dış borçlarla sağlanan kaynakların bir büyüme, yurtiçinde talebi artan malların dışarıdan temini (ithalat) amacıyla kullanılabilir.<sup>37</sup>

Gelişmekte olan ülkelerin, dış kaynaklarını verimli bir şekilde kullanabileceği bir üst sınır vardır. Bu sınıra massetme yeteneği adı verilmektedir. Buna göre; ekonominin verimliliğini arttırdığı sürece dış borçlanmaya gitmelidir. Ancak dış borçlanma yoluyla sağlanan yatırım artışları azalan verimler yasasına tabidir. Bunun anlamı; her yeni yatırımın üretim hacmine olan katkısının giderek azalacağıdır ve bir noktada bu artışlar dış boran ödenmesi için gerekli anapara ve faiz ödemelerinin altına inebilir. Bu sınırın ötesindeki borçlanmayı sürdürmek, ülkenin iç kaynaklarını dışarıya aktarmak demektir.<sup>38</sup>

Hazine Müsteşarlığının dış borç stokuna ilişkin verilerinde 996 yılını da Tahvil ihracı ile sağlanan dış borç tutarı 14.780 (Milyon dolar) olarak gösterilmektedir.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> EROL Ahmet a.g.e. s. 84

<sup>38</sup> SEYİDOĞLU Halil, Uluslar arası

<sup>39</sup> 1.1. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Ekonomik Göstergeler Ekim 1998. 73

## **5. BÖLÜM**

### **DEVLET TAHVİLLERİ VADE YAPISI VE FAİZ REJİMİ**

Beşinci Bölümde Devlet Tahvillerinin vade yapısı ve faiz rejimi ile ilgisi kurulduktan sonra ekonomik veriler ışığında iç borç faiz ödemelerinin değerlendirilmesi yapılacaktır. Ayrıca bireysel tasarrufların Devlet Tahvillerine yaklaşımı da burada ele alınacaktır.

#### **1. GENEL OLARAK FAİZ SORUNU VE TÜRKİYE'DE DURUM**

Tahsil alıcıları için başlıca çıkarlardan biri faiz, tahvil sahiplerine çoğu kez düzgün ve güvenilir bir gelir sağlar. Faizin genel ekonomi yönünden, alacaklılar için bir gelir, borçlu için gider etkisi vardır. Ancak önemli olan ekonomik dengeyi sağlayacak şekilde ülkede tasarrufu çoğaltmak, kredileri verimli üretim alanlarına ayırarak kaynakların dağılımına kalkınmayı hızlandıracak bir yön kazandırmaktır. Devlet çıkarttığı tahvilin de faiz oranını uygularken bu genel amaca uygun davranış göstermek zorundadır.<sup>40</sup>

Devletin borçlanma yolu ile gelir elde etmesi, bazı istisnalar dışında fertlerin ellerindeki ikraz edilebilir fonları, belli bir vade içerisinde devlete vermeye razı olmalarına bağlıdır. Devletin belirli bir vade bitiminde bu paradan yoksun kaldığı süre içinde almış olduğu bir karşılıktır.<sup>41</sup>

Süre faiz oranını etkileyen etkenlerin başında gelir. Uzun vadeli tahvillerin faizi, kısa vadeli tahvillerden daha fazladır. Zira uzun vadeli fonları arz edenler, paranın değeri ve likidite ihtiyacı ile bu rizikoları telafi etmek için daha yüksek bir faiz talep ederler.<sup>42</sup>

<sup>40</sup> İNCE Macit, Devlet Borçlanması, Ankara 1970 s. 112

<sup>41</sup> BİNATLI Yusuf, Borçlar Hukuku, Ankara 1970 s. 205

<sup>42</sup> GÖRGÜN Sevim, "Devlet Borçlarının İadesinde Faiz Problemleri" Maliye Enstitüsü Konferansları, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi s. 91

Faiz oranının oluşması sadece süreye de bağlı değildir. Devlete duyulan güven duygusu, devletin paraya olan ihtiyacı, fertlerin psikolojisi, konjonktürel dalgalanmalar ve diğer bazı faktörler istikrarların faiz oranını etkilerler.<sup>43</sup>

### **1.1. İç Borçlanmada Faiz**

Devletin iç borçlanmaya uygulayacağı faiz haddinin, ilke olarak cari piyasa faiz haddine yani bireylerin borçlanmaları sırasında kullandıkları faiz haddine eşit veya yakın olması gerekir. Ancak uygulamada devletin, özel sektörün verdiği faiz haddinin altında borçlandığını görmekteyiz. Devlet ihraç ettiği tahvillerin faizlerini normal olarak iç kaynaktan sağlar. Yani bu giderleri vergilerle sağlamak durumundadır. Ya kamu harcamalarını, ödenecek faiz miktarınca yeniden borçlanması gerekecektir.

İç borçlanma faiz hadlerinin yüksek yada düşük olmalarının etkileri de farklı olacaktır.

Yüksek faiz haddinde iç borçlanmaya gitmenin olumlu ve olumsuz ekonomik etkileri vardır. Bir kere yüksek faiz haddi borçlanmanın maliyetini artırır. Ancak tahvil alanların tüketim harcamalarını ertelemeleri olumlu bir yön olarak gösterilebilir.

Öte yandan faiz haddinin yükselmesi, borç miktarının da artması demektir. Faiz borcu, kamu harcamalarından yapılacak kısıntı ile ödeniyorsa, borçlanmanın kamu kaynaklarına yaptığı net ilave azalacaktır. Borç ödemek için borçlanılması durumunda da borçlar artık azaltılamaz hale gelecektir.

---

<sup>43</sup> İNCE Macit, a.g.e. s. 113

Yüksek bir faiz politikasının yaratacağı borç sorunu, vergi miktarında artışların meydana getirilmesine, şayet borçlanma vergilerle ödeniyorsa sebebiyet verecektir. Aynı zamanda vergi yükü de adaletsiz dağılım gösteriyorsa vergilerin yükü sabit ve dar gelirlilerin üzerine binecektir. Anti enflasyonist açıdan faiz hadlerinin yüksek olması, sonuçta borç ödemelerinin yükselmesine neden olacağından borçlanmanın oluşturacağı deflasyonist etkiyi de azaltacaktır.

Ayrıca daha önce çıkarılmış bulunan düşük faizli tahvillerinde değerini düşürecektir.

Fakat, devletin tahvilleri, Merkez Bankasının emisyonu ile satın alınıyor veya faizleri ödeniyorsa, devlet borcu ve faiz borcu düşecektir. Başka bir değişikli olmadı takdirde, devlet bütçesinde fazlalık ve harcanabilir ferdi gelirden faiz ödemelerinin kısılması ile birlikte bir azalma olabilecektir. Bu suretle, toplumun yıllık bütçe fazlasının denk olan para arzındaki azalış, sistemde müzmin bir değersizlik unsuru olarak yer alacaktır. Kaldı ki 'para hacminde artışlar belli bir nokta aşıldıktan sonra, faiz haddinde önemli bir düşme meydana getirmez. Yukarıda belirttiğimiz gibi 'Sermaye piyasasında tek alıcı devlet değildir, özel firmalarla rekabet etmek zorundadır ve bu durum onun faiz haddini kontrol etme imkanını kısıtlar.<sup>44</sup>

Türkiye'de 1993 yılına kadar bankalar tarafından ödenen yada tahsil edilen faiz haddine müdahale edilmediğini söyleyebiliriz. Ödünç verme işleri kanunu ile faiz hadleri vadesiz mevduata % 4.5 vadeli mevduata ise %65 oranında tespit edilmiştir.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> BİNAZLI Cüneyt, Türkiye'de Devlet Zaviyelerininfaiz Rejimi Ankara 1974 S.26

<sup>45</sup> BİNAZLI Cüneyt, a.g.e S. 26

1983 deki bir değişlikle bankaların kanuni hadleri üstünde faiz ödemesi veya faiz tahsili yasaklamış ve bu tarihte kabul edilen faiz haddi strüktürü 1951 yılına kadar devam etmiştir.<sup>46</sup>

1951 yılında ise vadesiz mevduat faizi %2.5'e indirilmiş, bankalarda 18 ay veya daha fazla süreyle bırakılan mevduatın faizi de %6 da %4.5' düşürülmüştür . 1960 ve 1961 yıllarında da faiz hadlerinin değiştirildiğin söyleyebiliriz.

Bankalar kurulunun 7.8. 1970 gün ve 7 /100 sayılı kararı ile ödünç para verme işlerinde alınacak en yüksek faiz oranı % 10.5'ten %11.5' çıkartılmıştır.

Türkiye'de faiz hadleri strüktürü dalgalar göstermesine karşılık devlet tahvilleri faiz hadleri çok az değişikliklerle, aynı seviyelerde seyretmiştir. Uzun süreli iç borçların faiz haddinin 1970 yılına kadar % 5-7 arasında değiştiğini 1286 Sayılı kanunla çıkarılan 1970 kalkınma istikrazı tahvillerinin ise %9 faizli olduğunu söyleyebiliriz.

1971 yılı Şubat ayında kabul edilen 'Devlet iç İstikraz Tahvillerine Uygulanacak Faiz hadlerini Tespit ve Gerektiğinde İkramiye Keşideleri hakkında ki kanunun 1. Maddesine göre ise ' çeşitli kanunlara göre çıkartılmış olup, henüz itfa edilmemiş olan iç istikraz tahvillerinin faiz hadlerini piyasa şartlarını göz önünde tutarak artırmaya ve gerektiğinde bu tahviller için İkramiye keşideleri tertip etmeye Maliye bakanlığı yetkili kılınmıştır.

Aslında devlet tahvillerine uygulanan bazı ayrıcalıkların faiz haddini dolaylı yönden yükselttiğini de söyleyebiliriz. Bunları vergi muafiyeti, hazine tarafından satılan milli emlak bedellerinin ödenmesinden ve resmi dairelerce yapılan artırma, eksiltme ve sözleşmelerde teminat olarak kabul olunmaları gibi

<sup>46</sup> GÖRGÜN Sevim, a.g.m. S. 89

ayrıcılıklardır. Özel tahmillerden alınan gelir vergisi stopajı bu açıdan devlet tahvillerini çoğu zaman cazip hale gelmesine neden olmaktadır.

1985 yılına kadar hazinenin iç borçlanması genellikle özel kanunlar çerçevesinde devlet tahvilli satılarak yapılırken 1985 Mayıs ayından itibaren ihale yöntemi ile devlet iç borçlarını satmaya başlamıştır. Bu sırada devlet iç borçlanma senetlerinden elde edilen faiz gelirlerine %10 ve daha sonra %12 oranında stopaj uygulamasına başlamıştır. 1996 yıl sonu itibarıyla 2. Milyar dolar dövizli tahvilin satıldığını söyleyebiliriz.

### **1.1.İç Borçlanmada Vade ve Faiz İlişkisi**

Cumhuriyetin ilk yıllarından 1970'li yıllara gelinceye kadar devlet tahvillerinde vadeler oldukça uzun tutulmuştur. Örneğin 20 yıllık vadeli borçlanmalar yapılmıştır.

Ancak son yıllarda devlet tahvillerinin vade yapısının 1-5 yıl arasında değiştiğini görmekteyiz. Hazine bonoları açısından ise 3, 6 ve 9 aylık vadeler söz konusu olmakta bunun yanı sıra “kırık vadeli” veya daha farklı vadelerde özel bonolarda çıkarılmaktadır.

İç borç stokunun genel ortalama vadesi 1986 – 1990 yılları arasında artma eğiliminde olduğunu ancak 1991'den itibaren azalışa geçtiğini söyleyebiliriz. 1994 yılında, tahvillerde ortalama vadenin 1083 güne çıkmasına rağmen, miktarlarının genel toplam içinde düşük kalması ve iç borçlanmadan 91 yünlük hazine bonolarının ağırlık kazanmasıyla, genel ortalama vade 217 güne kadar gerilemiştir. 1995'te ise 285 güne çıktığı görülmektedir.

1995 yılında 206 gün olan ortalama iç borç vadesi 1996 yılında 195 güne gerilemiş yıllık bileşik bazda ortalama faiz oranı da % 121.8'den % 135.2 ye yükselmiştir. Bunda yılın ilk çeyreğindeki belirsizliğin etkili olduğu söylenebilir yılın sonuna doğru ise hazinenin döviz cinsinden borçlanması ve belirsizliğin kaybolması nedeniyle vade uzamış ve faiz oranları da düşmüştür.

1996 yılı Ocak – Eylül döneminde, iç borçlanma ortalama vadesi 1995 yılına göre kısalırken, faiz oranları hemen hemen aynı kalmıştır. Ortalama iç borçlanma vadesi 159 yüne gerilerken, ortalama basit faiz oranı % 104.2 olmuştur. Kaynak paketleri çerçevesinde yapılan dövizli borçlanmanın da etkisiyle Hazine, ekim ayından itibaren 1 yıl ve daha uzun vadeli borçlanma yapabirmiştir. Ortalama vade yıl sonuna doğru 299 güne uzarken faiz oranı da % 117.8 olarak gerçekteşmiştir.

**TABLO 1.1. İÇ BORÇLANMA FAİZ ORANLARI VE VADE YAPISI**

	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	YILLIK
<b>İHALEDE SATILAN MİKTAR</b>													
<b>1995 3 AY</b>	113.427,0	0,0	0,0	18.281,0	21.798,0	7.618,0	21.469,0	41.885,0	0,0	0,0	0,0	51.391,0	276.097,0
6 AY	0,0	86.004,0	0,0	42.546,0	37.863,0	1.946,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	106.978,0
9 AY	0,0	0,0	143.843,0	64.663,0	18.737,0	0,0	0,0	78.034,0	0,0	0,0	0,0	0,0	303.267,0
1 YIL	0,0	0,0	90.565,0	120.876,0	10.398,0	0,0	27.748,0	18.171,0	0,0	0,0	0,0	0,0	294.754,0
<b>KIRK VADE</b>	0,0	93.540,0	0,0	0,0	0,0	11.776,0	7.876,0	62.060,0	56.348,0	188.464,0	38.065,0	20.310,0	450.026,0
<b>TOPLAM</b>	113.427,0	178.540,0	234.408,0	246.356,0	88.612,0	20.639,0	57.121,0	185.950,0	56.348,0	188.464,0	38.065,0	71.671,0	1.400.692,0
<b>1996 3 AY</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	136.168,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	136.168,0
6 AY	0,0	0,0	0,0	0,0	65.749,0	0,0	0,0	0,0	106.620,0	0,0	121.116,0	0,0	313.785,0
9 AY	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38.233,0	100.023,0	139.256,0
1 YIL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	311.137,0	0,0	0,0	311.137,0
<b>KIRK VADE</b>	443.992,0	337.819,0	247.361,0	502.786,0	98.675,0	428.011,0	313.461,0	338.763,0	509.662,0	398.851,0	0,0	250.613,0	3.768.138,0
<b>TOPLAM</b>	443.992,0	337.819,0	247.361,0	502.786,0	221.819,0	428.011,0	313.461,0	338.763,0	616.562,0	707.865,0	160.348,0	350.636,0	4.696.484,0
<b>1997 3 AY</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
6 AY	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	76.733,0	0,0	0,0	244.399,0	0,0	0,0	0,0	320.129,0
9 AY	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	290.271,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	290.271,0
1 YIL	0,0	0,0	217.723,0	0,0	39.739,0	0,0	0,0	0,0	259.863,0	0,0	0,0	0,0	513.346,0
<b>KIRK VADE</b>	673.791,0	702.267,0	590.519,0	242.976,0	98.675,0	201.169,0	506.139,0	668.460,0	0,0	636.197,0	530.190,0	671.060,0	5.918.863,0
<b>TOPLAM</b>	673.791,0	702.267,0	798.242,0	242.976,0	138.606,0	278.692,0	798.410,0	668.460,0	500.298,0	636.197,0	530.190,0	671.060,0	6.740.468,0
<b>1998 3 AY</b>	0,0	0,0	631.403,0	0,0	0,0	0,0	0,0	313.365,0	13.600,0	0,0	0,0	0,0	656.588,0
6 AY	480.473,0	566.401,0	485.831,0	401.572,0	0,0	602.036,0	329.441,0	607.266,0	587.438,0	0,0	0,0	0,0	3.969.462,0
9 AY	0,0	0,0	0,0	628.867,0	750.299,0	572.362,0	450.039,0	50.441,0	0,0	168.316,0	0,0	0,0	2.698.333,0
1 YIL	0,0	0,0	0,0	0,0	437.615,0	627.611,0	396.067,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.390.193,0
<b>1 YIL (TÜFEX)</b>	96.126,0	123.430,0	96.980,0	142.730,0	128.111,0	244.327,0	168.343,0	174.376,0	3.254,0	0,0	0,0	0,0	1.164.662,0
<b>1 YIL (TÜFEX HA)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	81.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	81.300,0
<b>KIRK VADE</b>	686.696,0	1.211.154,0	1.376.522,0	1.171.159,0	1.316.922,0	1.946.856,0	1.330.690,0	1.128.750,0	1.628.470,0	270.420,0	0,0	81.102,0	1.990.706,0
<b>TOPLAM</b>	686.696,0	1.211.154,0	1.376.522,0	1.171.159,0	1.316.922,0	1.946.856,0	1.330.690,0	1.128.750,0	1.628.470,0	270.420,0	0,0	81.102,0	12.164.243,0
<b>EĞİLEMLİ FAİZ ORANLARI(%)</b>													
<b>1995 3 AY</b>	112,0	0,0	0,0	77,4	80,9	71,9	69,0	69,9	0,0	0,0	0,0	120,4	97,8
6 AY	0,0	116,5	0,0	80,8	83,8	88,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	102,1
9 AY	0,0	0,0	105,5	86,1	100,7	0,0	0,0	83,3	0,0	0,0	0,0	0,0	95,5
1 YIL	0,0	0,0	123,3	98,0	115,8	0,0	105,1	96,8	0,0	0,0	0,0	0,0	106,2
<b>KIRK VADE</b>	0,0	103,8	0,0	0,0	0,0	84,2	84,9	81,0	81,1	85,0	98,4	112,1	96,2
<b>ORT. BAŞIT</b>	112,0	110,8	112,4	90,3	92,9	80,9	88,7	80,7	91,1	95,0	98,4	116,1	98,9
<b>ORT. BİLİŞİK</b>	109,2	140,0	118,8	97,3	111,0	100,2	98,4	82,2	118,9	130,7	135,7	162,6	121,8
<b>1996 3 AY</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	81,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	81,7



## **1.2. Özel Sektörün Halk Tasarrufundan Faydalanması**

Devlet tahvillerinin borçlanmada sağladığı kolaylık özel sektöründe halk tasarrufundan faydalanması yolunu açmıştır. Özel firmalarda, halk tasarruflarını toplayabilmek amacıyla yüksek faizli tahviller çıkartmışlardır. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Öncelikle, bankaların verdiği krediler için aldıkları yüksek faiz özel sektörü böyle bir arayışa itmiştir. Ayrıca döner sermaye olarak, tahvil ve hisse senetlerinden sağlanan sermaye girişimciler için oldukça elverişlidir. Hızlı gelişmenin sonucu ortaya çıkan finansman ihtiyacının bu yönelimde oldukça büyük etkisi olmuştur. Ayrıca sınai girişimlerin büyümesi ve entegrasyonunun sonucu holdingler, tahvil ve hisse senedi ihracı ile halk tasarrufunu çekmek ve finansman sorununu çözmek istemişlerdir.

Her ne kadar devlet tahvillerinin, tahvil sahiplerine sağladığı önemli çıkarlar nedeniyle özel sektörün tahvil ihracı istenilen düzeye gelememişse de, özel sektör bu sorunu borçlanma senetlerinin faizlerini yüksek tutarak aşmaya çalışmamıştır. Bu nedenle de özel sektör tahvillerinin faiz hadleri, devlet tahvillerine oranla hep daha yüksek kalmıştır. Bunun önemli bir sebebi de özel sektör tahvillerine uygulanan stopajlardır.

Devlet tahvillerine sağlanan önemli ayrıcalıklar; Gelir vergisi kanunu ile 'Her türlü tahvilat faizlerinin, menkul sermaye iradı olarak kabul edilmesi, ve gelir vergisi kapsamı dışında tutulması, Borçlanma kanunları ile; tahvillerin ama para ve faiz bedelleriyle ikramiyelerinin her türlü vergi ve resimden muaf tutulması şeklinde sayılabilir. Aynı zamanda kamu kurum ve kuruluşları ile banka ve sigorta şirketlerin, kuruluş yasaları ile devlet tahvili v.b borçlanma senetleri almaya zorlanmaları da Özel Sektör tahvillerinin yaygınlaşmasını engellemiştir.

Öte yandan ‘tahvillerin, hazinece satılan milli emlak bedellerinin ödenmesinde ve resmi dairelerce yapılan artırma, eksiltme ve sözleşmelerde nominal değerleri üzerinden teminat olarak kabul edilmeleri de devlet tahvillerini güçlendirici bir kural olmuştur.

Yine de devlet tahvillerine tanınan bu imtiyazlarla, tahvillere oldukça geniş bir tedavül sahası açıldığı, likidite derecelerini arttırdığı ve özel sektör tahvilleri yanında, piyasa değerinin korunduğu kabul edilmekte ise de bugün uygulamada bu görüş de geçerli olmamaktadır.<sup>47</sup>



---

<sup>47</sup> YAŞA Memduh a.g.e. S.109

**TABLO 1.2. KESİMLERE GÖRE İHRAÇ EDİLEN MENKUL DEĞERLER**

	1993		1994		1995		1996		1997		1998*		1999*	
	%	PAY	%	PAY	%	PAY	%	PAY	%	PAY	%	PAY	%	PAY
KAMU KESİMİ	334597,1	81,4	880993,1	91,5	1.553.758,3	90,3	5.286.050,8	97,3	6.740.407,0	95,9	270.420,0	94,8	84,8	
DEVLET TAHVİLİ	150090,2	36,5	168593,0	18,4	343.345,4	20,0	1.247.889,0	23,0	2.356.047,0	33,5	0,0	0,0	0,0	
HAZINE BONOSU	179150,9	43,6	647752,1	67,3	1.210.412,9	70,4	3.722.028,0	68,5	4.382.360,0	62,4	270.420,0	94,8	84,8	
GELİR OR. SEN. VE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
DÖVİZE ENDEKSLİ SEN.	5366,0	1,3	46648,0	4,8	0,0	0,0	318.163,8	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
ÖZEL KESİM	76660,9	18,6	82181,0	8,5	165.994,6	9,7	149.005,7	2,7	268.187,8	4,1	48.638,3	15,2	15,2	
HİSSE SENEDİ	9573,0	2,3	37553,0	3,9	42.771,0	2,5	89.247,0	1,6	215.470,4	3,1	43.828,3	13,8	13,8	
TAHVİL	785,3	0,2	540,3	0,1	1.883,1	0,1	1.228,0	0,0	1.485,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
BANKA BONOSU	2387,5	0,6	2024,6	0,2	1.300,0	0,1	2.382,5	0,0	9.934,5	0,1	0,0	0,0	0,0	
FINANSMAN BONOSU	1197,7	0,3	213,2	0,0	1.533,0	0,1	2.880,0	0,1	2.200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
KAR ZARAR ORTAK. BEL.	0,0	0,0	0,0	0,0	300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
KATILMA BELGESİ	5365,0	1,3	2203,0	0,2	4.249,0	0,2	8.945,0	0,2	34.330,0	0,5	4.710,0	1,5	1,5	
YABANCI YAT. FONU KAT. BEL.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.767,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
VARLIĞA DAY.MEN. KTY.	57382,4	13,9	38829,9	4,1	113.928,5	6,6	41.628,5	0,8	23.000,0	0,3	0,0	0,0	0,0	
GAYRİMENKUL SERTİFİKASI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2.713,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
GENEL TOPLAM	411258,0	100,0	963154,1	100,0	1.719.722,9	100,0	5.435.056,3	100,0	7.028.594,6	100,0	318.058,3	100,0	100,0	

**KAYNAK : SPK , HM, DPT**

\* Ağustos sonu itibarıyla

Prof. Dr. Yılmaz Büyükerşen tarafından 1962 yılına kadar yapılmış bir araştırmada bireysel tasarrufların uzun vadeli iç devlet borçlarına katılma oranı azalan bir seyir izlemektedir.<sup>48</sup>

## 2. İÇ BORÇLANMA FAİZ ÖDEMELERİ

Türkiye’de devlet tahvillerinin büyük bir kısmının konu İktisadi Teşebbüsleri, Bankalar ve Müesseseseleşmiş Tasarruf Kurumlarında toplandığı göz önüne alınırsa, devletin faiz ödemeleri fertlerden çok, adı geçen kurumlara olmaktadır. Fertlerin iç borçlara katılma karşılığında, aldıkları faiz tutarlarına ait sağlıklı veriler yoktur. Ancak Üren Arsan’ın 1960 yılına kadar yapmış olduğu araştırmada, istikraz tahvillerine ödenen faizlerin, tahvillerin hamilleri açısından dağılımı 1948 yılında %31.9 iken 1960 yılında bu oran 17.8’e düşmüştür.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> BÜYÜKERŞEN Yılmaz, ‘İç devlet Borçlarının Enflasyonist Etkileri, İstanbul 1996 S. 154

<sup>49</sup> ARSAN Üren, a.g.e. S 172

**TABLO: 2.1.İÇ BORÇ FAİZ ÖDEMELERİNİN DAĞILIMI**  
(MİLYAR TL)

Yıllar	Tahvil		Bono			Konsolide Borçla			Kısa vadeli Avans			Toplam			
	Miktar	Pay	GSMH oran	M	P	Oran	M	P	Oran	M	P	Oran	M	P	Oran
1985	168	65.4	0.48	82	31.9	0.23	0	0.0	0.00	7	2.7	0.02	257	100.0	0.73
1986	399	55.6	0.78	247	34.4	0.48	61	8.5	0.12	10	1.4	0.02	717	100.0	1.40
1987	806	48.1	1.07	490	29.2	0.65	329	19.6	0.44	51	3.0	0.07	1.676	100.0	1.23
1988	1.272	51.1	0.98	1.143	45.9	0.88	0	0.0	0.00	73	2.9	0.06	2.488	100.0	1.93
1989	3.089	64.3	1.34	1.612	33.6	0.70	0	0.0	0.00	102	2.1	0.04	4.803	100.0	2.08
1990	6.302	62.8	1.59	1.744	17.4	0.44	1.876	18.7	0.47	114	1.1	0.03	10.036	100.0	2.53
1991	10.221	60.4	1.65	4.953	29.3	0.78	1.474	8.7	0.23	266	1.6	0.04	16.914	100.0	2.67
1992	15.898	46.6	1.44	15.033	44.1	1.36	1.942	5.7	0.18	1.214	3.6	0.11	34.087	100.0	3.09
1993	42.321	49.5	2.12	41.612	48.7	3.08	0	0.0	0.00	1.485	1.7	0.07	35.418	100.0	4.28
1994	112.462	48.7	2.89	114.017	49.4	2.93	0	0.0	0.00	1.551	2.0	0.12	231.035	100.0	5.94
1995	110.706	23.4	1.46	356.466	75.4	4.71	0	0.0	0.00	5.633	1.2	0.07	472.805	100.0	6.24
1996	327.74	24.5	2.2	1000.829	74.9	6.8	0	0.0	0.00	6.913	0.5	0.05	1.335.517	100.0	9.03

KAYNAK:HM,DTM,Bültenleri \*Geçici

İç borç faiz ödemelerinin 1994 ve 1995 yıllarında arttığı tablodan anlaşılmaktadır. Tablo da yer alan yıllar itibariyle faiz yükünün sürekli artış eğiliminde olduğun söyleyebiliriz. Bu artış eğiliminin sürekliliği nedeniyle bütçe açıklarının hiç kanamadığı da bir gerçektir. Ancak tablo da incelenen yıllar açısından devlet tahvilleri faiz ödemelerinin, hazine bonolarına göre düşük olduğu da söylenebilir. Konsoli de borçlara ödenen faiz oranları vadenin uzun olması nedeniyle bazı yıllarda yoğunlaşmaktadır. Konsolide borçların payı 1987 ve 1990 yıllarında sıçrama yaparak sırasıyla % 19.56 ve % 18.7 olarak gerçekleşmiştir. Avanslara ödenen faiz ise, oldukça düşük olmasının yanısıra aynı zamanda yıllar itibariyle de azalmaktadır.

Toplam faiz ödemelerinin G.S.M.H'ya oranı, devlet iç borçlanma senetlerinin ihale usulüyle satılmaya başlandığı 1985 yılından sonra hızla artmış ve 1986'da 1.40' ve nihayet 1995'te de % 6.24 e ulaşmıştır. İç borçlanma vadesi 1996 yılının Ocak – Nisan döneminde 152 gün iken 1997 yılının aynı döneminde 399 güne yükselmiştir. Aynı dönemler itibariyle yıllık bileşik bazda devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı % 153.3 den stopaj hariç % 95.1' e gerilemiştir. 1 Mayıs 1997 tarihinde yapılan T.Ü.F.E'ye endeksli ihalede ortalama vade 730 gün, reel faiz oranı % 22, yıllık bileşik faiz oranı % 19.7 olarak gerçekleşmiş 6 mayıs 1997 deki ihalede ise reel faiz oranı %25'e yıllık bileşik faiz oranı ise % 126'ya yükselmiştir.

Tablo 2.2. de iç borçlanma reel faiz oranları gösterilmektedir.

1986 ve 1987 yıllarında devlet iç borçlanma senetlerine enflasyonun üzerinde 10 – 20 puan arasında reel faiz ödenirken 1988 ve 1989 da reel faiz oranları negatif düzeyde gerçekleşmiştir. 1991 yılından itibaren ise reel faiz oranları hızla yükselmiştir. Bu dönemde 1 yıllık tahvillerin reel getirisi % 10.8'e çıkmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik bunalım nedeniyle reel faiz oranlarında düşme görülmüştür.

1990 yılında ihraç edilen iç borçlanma senetlerine ödenen faiz oranları çoğunlukla mevduat faiz oranlarının altındadır. 1991 yılında ise iç borçlanma faiz oranlarının mevduat faizlerinin üzerinde gerçekleştiği görülüyor. Bu durumun 1992 yılında da aynı olduğunu söyleyebiliriz. Hatta 1992 Mayıs ayından itibaren tahvil ve bonolarda reel faiz oranlarının % 70leri bulunduğu görülmektedir. 1994 yılının Nisan ayına kadar ki dönemde TL.'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanmasıyla spekülasyon döviz yatırımları artmış, bu durum ise dövizdeki yükselişi şiddetlendirerek 5 Nisan kararlarının alınmasına neden olmuştur. Bunun faizlere yansımaları ise oldukça ilginçtir. Hazine bir iki ay öncesine kadar % 150 Haziranda % 180'e varan reel faiz oranlarından borçlanabilmiştir. 1995 yılında çıkanlar tahvil ve bonoların reel faiz oranları da % 60'lara varmıştır.

**TABLO 2.2. İÇ BORÇLANMA REEL FAİZ ORANLARI**

Yıllar	Vade	Yıllık Ortalama İhale Faiz Oranı	*Yıllık Enflasyon Oranı (%)	** Reel Faiz Oranı (%)
1984	1Yıl	42,98	50,33	-4,89
1985	1Yıl	50,60	43,24	5,14
1986	3 Ay	51,21		16,7
	6 Ay	55,80	29,57	20,24
	9 Ay	50,88		16,45
	1Yıl	51,02		16,55
1987	3 Ay	5,28		13,81
	6 Ay	50,28	32,04	13,81
	9 Ay	46,20		10,65
	1 Yıl	47,04		11,36
1988	3 Ay	68,07		-0,73
	6 Ay	66,26	69,30	-1,8
	9 Ay	60,62		-5,13
	1 Yıl	62,36		-4,1
1989	3 Ay	59,84		-2,54
	6 Ay	60,01	64,00	-2,43
	9 Ay	57,48		-3,93
	1 Yıl	58,29		-3,48
1990	3 Ay	56,90		3,02
	6 Ay	54,98	52,30	1,76
	9 Ay	49,77		-1,66
	1 Yıl	51,94		-0,24
1991	3 Ay	88,03		21,08
	6 Ay	80,88	55,30	16,47
	9 Ay	73,76		11,89
	1 Yıl	72,07		10,8
1992	3 Ay	97,78		22,01
	6 Ay	87,61	62,10	15,74
	9 Ay	76,24		8,72
	1 Yıl	75,39		8,2
1993	3 Ay	90,29		20,13
	6 Ay	86,61	58,40	17,83
	9 Ay	84,17		16,27
	1 Yıl	86,33		17,63
1994	3 Ay	146,65		11,76
	6 Ay	143,17	120,7	10,8
	9 Ay	124,13		1,55
	1 Yıl	117,04		-1,66
1995	3 Ay	134,60		24,46
	6 Ay	125,24	88,50	19,49
	9 Ay	101,88		7,10
	1 Yıl	106,20		9,39

KAYNAK: HM, DTM, DİE.

\* Enflasyon oranı olarak DİE TEFE yıllık değişim ortalaması alınmıştır.

\*\* Reel faiz oranı  $(1 + \text{Nominal faiz oranı} / 1 + \text{Enflasyon oranı} - 1) \times 100$

### **3. TASARRUF PİYASASI VE DEVLET TAHVİLLERİ**

#### **3.1. Tasarruf Piyasası**

Türkiye’de önceleri, bireylerin tasarruf eğilimlerinin düşük buna karşılık tüketim eğilimlerinin yüksek olduğu söylenebilir. Ancak banka politikasının değişmesi, tasarruf fikrinin aşılması ve gelir seviyesinin yükselmesiyle birlikte tasarruf hacmi de genişlemiştir. Devlet Planlama Teşkilatının 1971 yılı programında marjinal özel tasarruf eğilimli % 14 civarında olacağı tahmin edilmiştir.<sup>50</sup>

Tasarruf piyasasının, devlet tahvillerine ilgisine özel gönüllü tasarruflar açısından baktığımız takdirde farklı sonuçlarla karşılaşmaktayız. Ülke halkı tasarruflarını, altına veya gayri menkule bağlamadıkları takdirde, iç borçlanma tahvillerine değil, daha değişik alanlara aktarmaktadır. Bu nedenle, devlet tahvilleri, daha çok kollektif tasarruf kurumlarına zorla plase edilmektedir.

##### **3.1.1. Tasarruf Eğilimi**

Çeşitli gelir kategorilerine sahip kişilerin elde ettikleri tasarrufları deyim yerindeyse yastık altında tutmaları, genellikle dar gelirli gruplar açısından son derece önemlidir. Bu nedenle küçük tasarrufların daha çok altın gibi kıymetli madenlere yatırıldığını ve böylece hem paranın değerindeki düşmeden korunduğunu hem de gerekirse ziynet eşyası olarak kullanıldığını söyleyebiliriz. Fakat yinede bugün halkın çoğunluğu tasarruflarını bankaya yatırmayı yeğlemektedir.

---

<sup>50</sup> 1971 Yılı Programı. D.P.Z. Ankara 1971 S.104

Memleketimde, halk kütlelerinin tasarruflarını bankaya yatırmaları fikrinin doğuşu pek eskiye dayanmamaktadır. Bankaların biriktirilmiş parayı halkın cebinden çömleğinden veya şilte arasından bankaya çekebilmesi ikramiye sistemi ile reklam vasıtasıyla olmuştur.<sup>51</sup>

**TABLO 3.1.1.1. MEVDUAT BANKALARINDAKİ TASARRUF MEVDUATI (Milyar TL)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TASARRUF MEVDUATI	22.812.9	32.518.7	57.304.6	90750.0	123096.2	326227.0	684284.7	1.731.882,7
VADESİZ	3372.7	5261.1	7293.6	12164.2	19421.6	34538.2	54611.7	133.776,1
VADELİ	19440.2	27257.6	50011.0	78585.8	103674.6	291688.8	629673.0	1598.106,6

KAYNAK: D.İ.E TÜRKİYE İSTATİSTİK YILLIĞI 1997 S.599

**TABLO. 31.1.2. MEVDUAT BANKALARINDAKİ TASARRUF MEVDUATI (GERÇEK KİŞİLER**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	(MİLYAR TL)							
Tasarruf Mevduatı Gerçek Kişiler	22.882.9	32304.9	57032.2	90283.1	122268.2	325200.0	682572.7	1728529.7

KAYNAK: D.İ.E TÜRKİYE İSTATİSTİK YILLIĞI 1997 S.598

Tablolardan anlaşılacağı gibi Tasarruf mevduatı yıllar itibariyle atmaktadır. Tasarruf mevduatı içinde gerçek kişilerin payı ise oldukça yüksektir. Tasarruf mevduatı içinde gerçek kişilerin payı ise oldukça yüksektir. Tasarruflarını likit olarak elde tutanlar veya bankaya yatırmayı tercih edenlerin yanı sıra, Türkiye’de ki birikmiş tasarrufların gayri menkul piyasasına aktığı da görülmektedir. Bunun en önemli sebebi, gayri menkul alım-satımının sağladığı yüksek gelirdir. Özellikle

<sup>51</sup> ERGİN Feridun, Bankacılık Semineri, Produktivite Kurumu Yayını, İstanbul s. 77

büyük illerde bu rağbet öyle büyük olmuştur ki 1963-1965 ve 1967 yıllarında, üç büyük ilde Anadolu'nun diğer illerinden daha fazla apartman inşa edilmiştir. 1970 yılı programında ise tasarrufların yönün değiştirilmesi için bazı tedbirler alınmıştır. Son yıllarda mevduat bankalarındaki tasarruf mevduatının yüksek faize bağlı olarak arttığı söylenebilir.

### 3.1.2. Tasarruf Sahibinin Ekonomik Gücü

Gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'de düşük gelir seviyesinin yıllardır yola çıktığı yoksulluktan kurtulan bireylerin, yakın dönemlere kadar baskı altında tutulan tüketim eğilimlerinin hızlı artışlar olmuştur.

Genel ekonomik göstergeler açısından, Türkiye ekonomisinde de toplam harcamalar içinde en büyük pay tüketim harcamalarının olmaktadır. Kişi başına düşen Milli gelir arttıkça tüketim hacmi de genişlemiştir. Ancak tüketim eğilimi giderek hızını kaybetmiştir.

**TABLO:3.1.2.1.ÖZEL NİHAİ TÜKETİM HARCAMALARI ve GSMH (Cari fiyatlarla)**

(MİLYAR TL)

Özel Nihai Tüketim Harcamaları	1991		1992		1993		1994		1995		1996*	
	Miktar	Pay %	M	P	M	P	M	P	M	P	M	P
	444871	68,6	720256	67,3	1369339	66,4	2706262	67,2	547903	68,9	9.979.415	69,7

KAYNAK: D.İ.E. 1997 Yılı s. 655

\* Geçici

Türkiye'de uzun vadeli borçların kaynağını teşkil eden bankalar, şirketler ve kamu kuruluşları fonlarının yanı sıra bireysel tasarruflarında toplam iç borçlar içinde az da olsa yer aldığını söyleyebiliriz.

Tablo: 3.1.2.2.'de 1987 yılı sabit fiyatlarıyla özel nihai tüketim harcamaları gösterilmektedir.

**TABLO 3.1.2.2. ÖZEL NİHAİ TÜKETİM HARCAMALARI VE G.S.M.H (1987 YILI SABİT FİYATLARIYLA) (MİLYAR TL)**

Yıllar	Miktar	Pay(%)	Gelişme Hızı (%)
1991	59.366	70.4	2.7
1992	61.282	68.9	3.2
1993	66.545	69.0	8.6
1994	62.962	68.7	-5.4
1995	66.011	67.5	4.8
1996*	72.156	68.8	9.3

KAYNAK: D.İ.E. 1997 Yılı s.654-655

\* Geçici

### **3.2.Tasarruf Sahibinin Devlet Tahvillerine Yaklaşımı**

Tasarruf sahibinin devlet tahvili alması, genellikle iki şekilde olmaktadır. Tasarruf sahibi devlet tahvilini ya mevcut tasarrufu ile almakta, veya tahvil alabilmek için tüketim harcamalarında kısıntı yapmaya zorlanmaktadır. Tüketim harcamalarında kısıntı yapmaya zorlanması olağanüstü durumlarda olduğuna göre, devletin bireylerden borçlanması genellikle mevcut bireysel tasarrufların, tahviller karşılığında devletin nakli şeklinde olacaktır.<sup>52</sup>

Türkiye'de daha önceki bölümlerde değindiğimiz gibi devletin bir çok kamu kurum ve kuruluşlarından, bankacılık ve sigortacılık sektöründen yasalar gereği, uygun şartlarda borçlanma sağlayabilmesi devletin özel tasarruf sahiplerine yönelmesine engel olmuştur. Devlet de bireysel tasarruflar çekebilmek için fazla bir çaba göstermemiştir. Böylece bireysel tasarrufların ya yüksek faizli banka mevduatı olarak tutunduğunu yada altın ve gayr-i menkul gibi başka

<sup>52</sup> ARSLAN Üren, a.g.e. s. 106

yatırım alanlarına kaydığını söyleyebiliriz. Oysa devlet, özel tasarruf sahiplerinin devlet borçlanma belgelerine rağbetini sağlayıcı tedbirler alabilir ve küçük tasarrufları bu şekil de değerlendirebilir.

### **3.2.1.Özel Tasarrufu Devlet Borçlanma Belgelerine Yönlendirme**

Devlet borçlanma belgelerinin çıkartıldığı ilk yıllarda, bireysel tasarrufların payı 1948-1950 döneminde % 32 1962'de % 23 oranındaydı. Ancak daha sonra bu oran azalmıştır. Bireysel tasarrufların, devlet tahvillerine plasesinde gerileme göstermesinin devletin düzenli bir para politikası takip etmeyişine, menkul kıymetlerin değerlerinin her geçen gün kayba uğramasına, siyasi istikrarsızlığın sebep olduğu huzursuzluklar nedeniyle devlet tahvillerinin cazibesinin kaybolmasına bağlayabiliriz.<sup>53</sup>

Bireysel tasarrufları, devlet tahvillerine çekebilmek için, cari piyasa faiz haddinin üzerinde veya en azından cari piyasa faiz haddinde tahviller ihraç edilebilir.

Aynı zamanda tahvillerin kolaylıkla paraya çevrilmesi imkanı da düşünülebilir. Devlet borç senetlerinin paraya çevrilmesini sağlayan imkanların başında, tahvillerin reeskont da tabi tutulması veya karşılığında avans verilmek üzere Merkez bankasınca kabul edilmesi gelmektedir. Ancak uzun vadeli devlet borcu senetlerinin reeskonta tabi tutulması veya Merkez Bankası avansına kabul edilmesi, aslında tasarrufla beslenmesi gereken bir gelir çeşidinin tamamıyla yeni satın alma gücü ile karşılanması demek olur ki bu halde tahvil çıkarmak yerine, doğrudan doğruya para basmak ucuz bir iş haline gelir.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> BÜYÜKŞEREN Yılmaz, a.g.e s. 155

<sup>54</sup> AREN Sadun, a.g.m. s. 15

Türkiye’de henüz sermaye piyasasının yeni gelişmekte olmaları nedeniyle, devlet tahvillerine tedavül ve likidite olanağı yaratılmıştır. Geçmiş yıllarda tahvillerin para gibi kullanılmasına imkan veren önlemler alınmıştır. 1953 tahvillerinde “istenildiği zaman Ziraat Bankası veznelerinde paraya çevrilebileceği” kaybı bireysel tasarrufların çekilmesine önemli rol oynamıştır.

Tahvillerin hazinece satılan milli emlak bedellerinin ödenmesinde ve resmi dairelerce yapılan artırma, eksiltme ve sözleşmeler de teminat olarak kabul edilmeleri de bireysel tasarrufları çekmek açısından önemlidir.

Devlet tahvillerine karşı, rağbeti canlandırmak için, alınacak diğer bir tedbir de eldeki devlet tahvillerinin istenildiği takdirde daha yüksek gelir sağlayan tahvillerle değiştirilmesi imkanının sağlanması olabilir. Örneğin; Amerika Birleşik Devletlerinde ki “Savings Bonds” ve İngiltere’de ki “Government Bond” tahvillerine bu hak tanınmaktadır. Diğer bir tedbirde Fransa’da uygulaması görülen “tahvillerin haczedilemezliği” ilkesidir. İlk kez 1978’de Fransa’da benimsenen uygulama şekillerine göre, alacaklı olan kimse borçlu olan kimselerin bütün mallarını haczettirebildiği halde, tahvillerini haczettirememektedir. Ancak konu Fransa adli mahkemelerinde ihtilaf konusu olmuş, mahkeme kararı sonucu isme yazılı tahviller haczedilmeyip, hamiline yazılı tahvillerin haczedilmesine karar verilmiştir.<sup>55</sup>

Öte yandan para birimi değerinin düştüğü enflasyonist dönemlerde, devlet tahvillerinin satışları azalmaktadır. Bunu önlemek için devlet tahvillerinin değerini bir teminata bağlamak, bireysel tasarrufları devlet tahvillerine çekecektir. Bu teminat türleri; fiyat endeksleri, altın vb. olabilmektedir.

---

<sup>55</sup> İNCE Macit, a.g.e. s. 109

Devlet iç istikraz tahvillerinin, fiyat indekslerine göre teminata bağlanması, tasarruflarını devlet tahvillerine yatırmış şahısları, mali risklere karşı korumakta ve devlet tahvillerine karşı rağbeti artırmaktadır.<sup>56</sup>

Kronik enflasyonun uzun yıllardır etkisini gösterdiği ülkemizde uzun vadeli devlet tahvili olanlar, Türk lirasının değer kaybetmesiyle önemli ölçüde zarara uğrayabilmektedirler.

**TABLO: 3.2.1.1. TOPTAN EŞYA FİYAT İNDEKSİ (1994-100)**

	1995	1996	1997
Devlet	176.7	321.6	596.5
Özel	188.8	329.0	594.6
Toplam	186.0	327.3	595.0

KAYNAK: D.İ.E 1997 Yılı s. 555

Enflasyon nedeniyle zaman zaman devlet tahvillerinin faizleriyle birlikte bir kaç yıl sonra, ihraç edildiği tarihteki parasal değerini zor karşıladığı, hatta karşılayamadığı görülmektedir. 1960 yılında İstatistik Genel Müdürlüğünün yayınladığı Aylık İstatistik bültenine göre, 1938 yılında devlet tahviline yatırılan 100 lira, 1943 yılında 6 misline yakın, 1941 yılında devlet tahviline yatırılan 100 lira 1959 yılında 6 mislinden fazla değer kaybına uğramıştır.

Devlet istikrazlarının, fiyat indekslerine göre teminata bağlanması usulü pek çok ülkede, özellikle Finlandiya'da gelişmiştir. Bu usul Fransa'da 1952 ile 1958 yıllarında kullanılmıştır. 1956 yılında akdedilen ve birisi yatırımlara, diğeri Cezayir harbinin finansmanında kullanılan borçlardan birincisi, sınai istihsal indeksine, ikincisi ise borsada muamele gören, aksiyon-obligasyon indeksinin

<sup>56</sup> TÜRK İsmail, a.g.e s. 125

aritmetik ortalamasına bağlanmıştır. Fransa ve Finlandiya gibi ülkelerin yanı sıra aynı teminat usulü zaman zaman, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya ve Danimarka gibi ülkeler tarafından da kullanılmaktadır.<sup>57</sup>

Başka bir yöntem altın karşılık göstermek suretiyle teminata bağlama olabilir. 1952 yılında Fransa'da uygulanan bu usule göre, satın alındığı yılda ki tahvilin satınalma gücüyle, tahvil yerine satın alma imkanına sahip olduğu altın miktarı tesbit edilmektedir. Örneğin, 1958 yılında 17 lira olan altın, 1968 yılında 34 liraya çıkmışsa bu görüşe göre borç iki kat üzerinden ödenecek, yani on yıl vadeli, 1968 yılında satın alınmış bir devlet tahvili 1978 yılında 200 lira üzerinden itfa edecektir. Altın esaslı veya indekse bağlı sistemlerden başka, istikrazlar teminata bağlanması hususunda mukayese edilebilir değerlerden faydalanabilir. Örneğin, milli hasıla veya toplam istihsal fiyat indekslerinden faydalanılması da bir görüş olarak ileriye sürülmektedir.<sup>58</sup>

### **3.2.2.Devlet Tahvillerinin Pazarlaması**

Devlet tahvillerinin ihracı, mal ve hizmetlerin pazarlaması gibidir. Borcun alacaklılar için şartların elverişli olması yanında olumlu bir sunum yöntemiyle de halka sunulması tahvil satışlarını yakından etkileyecektir.

Bir tavanla sınırlandırılan istikrazlar, genellikle tertipler halinde çıkartılmaktadır. Uzun vadeli borçların plasmanı da halka doğrudan doğruya satış ve satışın bir banka aracılığıyla yaptırılması şeklinde olmaktadır. Doğrudan doğruya satışta tasarruf sahibi ilgili daireden, tasarrufunu tahvile plase etmektedir. Satışın bankalar aracılığı ile yapılması halinde devlet, halka değil

<sup>57</sup> BİNATLI Cüneyt, Türkiye'de Devlet Tahvillerinin Faiz Rejimi, Ankara 1974 s. 63

<sup>58</sup> BİNATLI Cüneyt, a.g.e. s. 63

bankaya başvurmakta ve çıkarttığı tahvilleri bankaya satmaktadır. Daha sonra bankalar bu tahvilleri müşterilerine satmaktadır.<sup>59</sup>

Ancak Türkiye’de devletin böyle bir sorunun olmadığını söyleyebiliriz. Nedenine gelince bilineni tekrar şeklinde devletin kolayca ve uygun şartlarda borçlanabileceği çok sayıda kamu kurum ve kuruluşu ile sigorta ve bankacılık sektörlerinin olması. Dolayısıyla devletin bireysel tasarrufları çekme gibi bir niyeti olmamakta, bunun içinde duyurular yasak savma kabilinde yapılmaktadır.

Bütün bunlara ilaveten tasarruf sahiplerine, devlet tahvillerinin bir yatırım olduğu düşüncesinin de aşılması gerekir.

**TABLO:3.2.2.1.DEVLET TAHVİLERİNİN ALICILARA GÖRE DAĞILIMI**

Yıllar	Bankalar Miktar	Puan	Resmi m	Kurumlar p	Özel m	Kuruluşlar p	Tasarruf m	Sahipleri p	Toplam
1986	1.202.7	94.7	32.2	2.5	18.7	1.5	17.3	1.2	1.269.4
1987	1.645.2	80.4	325.9	15.9	68.9	3.4	5.4	0.3	2.045.4
1988	3.397.6	89.6	307.4	81.1	110.2	2.9	1.0	0.0	3.816.2
1989	8.210.9	91.4	527.2	5.9	245.3	2.7	0.0	0.0	8.938.4
1990	10.085.8	81.0	2.264.4	18.2	108.2	0.9	0.0	0.0	12.458.4
1991	11.069.8	96.2	243.1	2.1	197.1	1.7	0.0	0.0	11.510.0
1992	54.061.1	72.1	19.887.1	26.5	935.8	1.2	86.7	0.1	74.970.7
1993	148.938.9	86.5	18.520.3	10.8	3.445.9	2.0	1.265.1	0.7	172.215.2
1994	167.271.6	81.2	38.009.2	18.4	496.7	0.2	346.5	0.2	206.124.0
1995	293.179.0	79.9	64.056.5	17.5	9.638.0	2.6	0.0	0.0	366.873.5

### 3.3.Sermaye Piyasası

Tasarruf sahiplerine, ellerindeki tasarrufu menkul kıymetlere yatırmasını sağlayacak aracı ve yardımcı faaliyetlerin gelişmesi de gerekir. Tasarruf sahipleri ellerindeki parayı menkul kıymetlere yatırmak istedikleri taktirde, tahvili, halka aracılık eden bir kuruluştan temin edebilirler. Geniş sermaye piyasalarında, hangi menkul kıymetleri tercih etmenin doğru olduğuna karar vermek ise tam bir

<sup>59</sup> ZARAKOĞLU, Avni, Para, Kredi ve Bankalar Ankara 1970, s. 194

uzmanlık kuruluşlarının ABD ve İngiltere gibi ülkelerde yatırım klüpleri şeklinde oluştukları anlaşılmaktadır.<sup>60</sup>

1211 sayılı kanun ve Merkez bankasına açık piyasa işlemleri konusunda geniş yetki ve sorumluluk verilecek, 1996 yılında sermaye piyasasının düzenlenmesine çalışılmıştır.

1985 yılında 91 sayılı KHK ile kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının, sermaye piyasasının yerleşmesindeki rolü büyük olmuştur. Özellikle 1989 yılında çok önemli gelişmeler gösteren İMKB bugünde sermaye piyasasının anahtarı konumuna gelmiştir.

1989 yılında borsada görülen olumlu gelişmeler, ülkenin ekonomik gelişme düzeyi ve kalkınma hızı, politik ve ekonomik istikrar durumu, ekonomik, mali ve parasal politikalar, mevduat faizleri, diğer yatırım alternatifleri ve uygulanan borsa teknikleri ile doğru orantılıdır. Aslında 1989 yılında yaşanan ekonomik gerilemenin sermaye piyasasını da etkilemesi gerekirken diğer faktörlerin etkisiyle borsa hızlı bir atılım yapmıştır. 1988 yılında enflasyonu önlemek amaçlı olarak mevduat faizlerinin % 65-85 oranlarına çıkarılması beklenen sonucu vermemiştir. Aksine kredi faizleri ve işletmelerin finansman maliyetlerini yükselterek yatırımları yavaşlattığı söylenebilir. Bunun üzerine de mevduat faizlerinin düşürülmesi süreci başlamıştır. Böyle bir uygulamanın tasarruf sahiplerini hisse senedi yatırımları şeklinde sermaye piyasasına yönlendirdiğini söyleyebiliriz. Faizlerde kararsızlığın olumsuz bir takım etkilerinin olduğu da bir gerçektir. Kredi talebinin düşmesi ile bankaların pahalı maliyetlerle topladıkları fonları plase etme güçlükleri ortaya çıkmıştır. Bu ve

---

<sup>60</sup> ERGİN Feridun, "Yatırım Klüpleri" Türkiye İktisat Gazetesi sayı: 552 11.4.1963

benzeri olumsuzlukların, bankaların borsaya ilgisini artırmış ve borsaya arz ve talep çerçevesini genişleterek katkı sağlamalarına neden olmuştur.

Hisse senedi piyasasına rakip olan altın ve döviz piyasalarının ise TC Merkez Bankasının getirdiği serbestleştirme yönündeki düzenlemeleri ile eski çekiciliklerini kaybettiklerini söyleyebiliriz.

11 Ağustos 1989 tarihindeki 32 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma hakkındaki kararla yabancıların borsada yatırım yapmaları büyük ölçüde kolaylaştırılmıştır. Buna göre; Türkiye dışındaki yerleşik kişi ve kuruluşların, bu arada yurtdışında kurulan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının İMKB kolunda bulunan her türlü menkul kıymet üzerinde, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla işlem yapmaları ve bunların gelirlerini ve satış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları kanalıyla yurt dışına transfer etmelerine olanak sağlanmıştır. Kararın hemen ardından portföy yatırımı amacıyla yabancı sermaye girişleri başlamıştır.

Ancak fiili sermaye girişleri kadar bu konuda borsa çerçevesinde yayılan haberlerin psikolojik etkisinin de bazı spekülasyon hareketlere yol açarak borsa üzerinde itici bir rol oynadığı da söylenebilir. Ayrıca bu tarihlerde tanınmış bazı yabancı banka ve mali kurumların oluşturduğu bir konsorsiyum tarafından tamamı Türk menkul kıymetlerden oluşan Türk Fonu (Turkish Investment Fund)'nun portföyü için borsa da paket halinde hisse senedi alımlarına girişmesi de talebi arttırarak işlem hacmini ve fiyatları etkilemiştir. Ancak siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle borsanın zaman zaman durakladığını da söylememiz gerekir.

Türkiye’de neredeyse kronikleşen enflasyon sebebi ile yerli ve yabancı şirketler ciddi yatırımlara girişmemişlerdir. Gelirler deki nominal artışlar ise tasarruf sahibi kurum ve kişileri daha çok spekülâtif faaliyetlere veya rantiyeciliğe özendirilmektedir. 1983’den beri Anonim şirketlere yapılan sermaye artırımların da bedelsiz hisse senedi dağıtımını genişleyerek, fiyatların oluşumunda ve ortakların bedelli hisse senedine ilgisinin devamında temettüden daha çok rol oynamaktadır. Aynı zamanda, enflasyonun etkisiyle anonim şirketlerin sermaye ihtiyaçları arttığından son yıllarda sermaye artırımları önemli hale gelmiştir. Ancak sermaye piyasasına mal arzını artırmanın en önemli yolu şirketlerin halka açılmasıdır.

Öte yandan sermaye piyasasının da yaşanan kimi olaylar, hisse senedi fiyatlarındaki istikrarsızlığa sebep olmaktadır. 1989 yılında borsada çok geniş işlemler yapan bir aracı kurumun bazı bankalara aktif repo işlemiyle pazarladığı devlet tahvili ve hazine bonolarının bedelini vadelerinde hisse senediyle karşılamaya kalkması borsayı olumsuz etkilemiştir. Ayrıca 1989 yılı sonlarında, bankalardan mevduat çekilmesi beklentisi ile kamunun devreye soktuğu arsa ve konut sertifikaları da borsayı etkilemiştir. Ancak konut sertifikaları bir süre sonra, hamiline yazılı bir menkul kıymet olarak borsa kotuna alınınca, borsaya olumlu katkı sağladığını da söyleyebiliriz.

Borsa da yalnız hisse senetleri değil, tahvil, hazine bonusu, finansman bonusu gelir ortaklığı senetleri, konut sertifikası gibi kamu ve özel sektörün çıkarmış olduğu çeşitli borçlanma senetleri de işlem görmektedir. Bütün bunlara rağmen borsa işlemlerinde fiyatları dağıtılan temettüler yerine spekülâtif hareketler yönlendirmektedir. Bu yüzden de borsanın denetlenmesi gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulunun kurulması ile büyük ölçüde

denetimin sağlandığı söylenebilirse de kurumsallaşmanın zaman alacağı da bir gerçektir. Bireysel tasarrufların kendi nam ve hesaplama işlemlerini ön plana alarak, küçük müşterilerin borsa emirlerini pek önemsedikleri de ayrı bir gerçektir.

Sermaye piyasası açısından önemli bir konuda, ihraç edilen hisse senetlerinin büyük bir kısmının hamiline yazılı olmasıdır. Bu durum dolaşımı kolaylaştırmaktadır. Ancak içeriden bilgili olanların hisse senedi ticaretlerinin önlenmesi de borsanın sağlıklı işleyebilmesi için şarttır.

Borsa üzerinde durulabilecek önemli bir konunun ise, yetişmiş eleman sıkıntısı olduğu söylenebilir. Bu sorunun çözümü için bütün tarafların eğitime önem vermeleri gerekmektedir. Ayrıca sadece nicelik açıdan gelişmenin fazla bir şey ifade etmeyeceği bunun yanı sıra nitelik açıdan gelişme sağlamanın da önemi bilinmektedir.

## **ALTINCI BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ**

Türkiye'de iç borç yönetimi üzerine değerlendirme yapılırken iç borç miktarının ekonomik etkileri ve Türkiye'de kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmanın yeri incelenecektir.

#### **1. BORÇ YÖNETİMİ**

Borç yönetimi, belli ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla devletin borç miktarında ve/veya bileşiminde değişiklik yapmasıdır. Borç miktarı borç stokunun seviyesini ifade eder . borçların bileşimi ise; süre, faiz ödeme, sürüm, alacaklılar, tedavül imkanları gibi öğeleri içerir. Bunların içerisinde borçların bileşimini etkileyen en önemli öğe borçların süresidir. Borçlar değişik sürelerle çıkarılır ve zaman içinde de mevcut borçların süreleri kısılır. Bu nedenle de süreye bağlı olarak borçların bileşiminde değişimler meydana gelir. Borçların bileşiminde etkili olan bir diğer öğe ise faizdir. Faiz ise süre ile yakından ilgilidir. Bilindiği gibi kısa süreli borçlanmalar da faiz düşük olmakta, süre uzadıkça faiz oranı artmaktadır. Bu durumda, borçların ortalama vadeleri uzadığı takdirde faiz giderleri de artacaktır.<sup>61</sup>

Geleneksel anlayışa göre borç yönetimi ile, sadece faizlerin ödenmesi, tahvillerin borsada desteklenmesi ve faiz yükünün indirilmesi (konversiyon) amaçlanmaktadır. Hatta uzun bir süre Avrupa ülkelerinde borç yönetimi, borcun akdi ve ödenmesi arasındaki dönemde yapılan ve çoğu bizzat akitten doğan muameleler olarak görülmüştür. Oysa Modern anlayışa göre borç yönetimi, bu amaçların yanında, ekonomi politikası ile ulaşılmak istenen iktisadi istikrar ve

büyüme gibi makro amaçlara da hizmet eder, ve bu anlamda borç yönetimini, para ve maliye politikalarının yanında üçüncü bir araç olarak kabul edebiliriz.

Devlet borçlanmasında; bir tarafta en düşük maliyette kaynak temin etmeye çalışan devlet, diğer tarafta ise en yüksek getiriye elde etmeye çalışan tasarruf sahipleri vardır. Başarılı bir borç yönetiminin bu çalışan amaçlar arasında optimum bir denge kurması beklenir.

Henry C. Murphy başarılı bir borç yönetimini şöyle özetlemektedir:

a-) Borçların varlığı toplumuna en az zararlı ve en fazla yararlı olsun

b-) Borç tahvilleri, bunları elinde tutan yatırımların ihtiyaçlarına en uygun şekilde olsun (yatırımcıya mümkün olan en yüksek getiriye sağlaması gibi)

c-) Devlet içinde mümkün olabilecek en küçük ölçüde bir yükü aşmasın

Görüldüğü üzere, birbiriyle çelişen bu amaçlar arasında uygun bir denge kurabilmek oldukça güçtür ve bu nedenlerle Murphy borç yönetiminin bir bilim olmaktan çok bir sanat olduğunu ileri sürmüştür.<sup>62</sup>

Borç yönetimi iki ayrı grupta incelenebilir. Birincisi, borçların olağan yönetimidir. Burada, tahvillerin alım satımı, faizlerin ödenmesi gibi rutin işlemler söz konusudur. İkicisi ise, olağanüstü borç yönetimidir. Bunlar konsolidasyon (tahkim) ve konversiyon işlemleridir.

---

<sup>61</sup> İNCE Tacit, a.g.e. S.187-189

<sup>62</sup> İNCE Macit, a.g.e. s.188

### **1.1. Borçların Tahkimi (Konsolidasyon)**

Kısa süreli borçların uzun süreli veya süresiz borç haline dönüştürülmesine borçların tahkimi denmektedir. Çoğu kez böyle bir uygulama yapılırken yüksek faiz oranı gibi yeni çıkarlar sağlanır.

Borçların tahkimine çeşitli nedenlerle gidilebilir. Devletin mali güçlükler nedeniyle borçların ödenmesini ertelemek istemesi piyasa şartlarının borç ödemesi yüzünden olumsuz etkilenmemesi gibi nedenlerle tahkim söz konusu olabilir.

Öte yandan konsolidasyon Zorunlu veya isteğe bağlı olabilir. Zorunlu yapılan konsolidasyonlarda devletin tek taraflı kararı yeterlidir. İsteğe bağlı konsolidasyon ise konsolidasyon ise ya devlet uzun süreli bir borçlanmaya gider ve buradan sağladığı paranın bir kısmını veya tamamını kısa süreli eski borçların ödenmesinde kullanır. Böylece alacaklılarda bir değişme olur. Ya da devlet yeni bir uzun süreli borçlanmaya giderken, bir kısım süresi gelmiş veya kısa süreli borç senetlerinin para karşılığı olarak kabul edilebileceğini duyurur. Tahvil sahipleri de bu olanağı kullanıp kullanmamakta serbesttir.

Bu teklifin alacaklılar tarafından kabul edilmesi durumunda, alacaklılar ellerinde bulunan vadesi gelmiş yada kısa vadeli senetleri uzun vadeli yeni borç senetleri ile değiştirirler. Bu durumda alacaklılarda bir değişme olmaz.

Türkiye’de zaman zaman tahkim konuları çıkarılmaktadır .örneğin 02.07.1992 de 3836 Sayılı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının birbirlerine olan borçlarının tahkimi hakkında kanun hükümlerle de bazı kamu kurum ve kuruluşlarının hazineye ve birbirlerine olan borçları hazinece tahkim edilebilmektedir.

Tahkikinin sonuç verebilmesi için, piyasa da eski borçlanmaya kıyasla daha düşük bir faiz oranının oluşması, mali olanakların elverişli olması, değiştirme işleminin açık ve basit bir teknikle yapılması, yeni çıkarılan tahvillerin piyasa faiz haddinin biraz üzerinde olması gerekir.

## **1.2. Borçların Değiştirilme Yöntemleri**

### **1.2.1. Başabaş Değiştirme**

Piyasa faiz hadlerinin düşmesi nedeniyle devlet tahvillerinin borsada değeri yükselebilir. Devlet bu durumda aynı nominal değerdeki eski tahvillerini, aynı nominal değerdeki yeni tahvillerle değiştirmek ister. Bunun başarılı olabilmesi için de yeni tahvillerinin faizlerini yasa faiz haddinin biraz üzerinde tutması gerekir. Bu yöntemle borcuna parası değişmediği halde faiz ödemelerinde bir azalma söz konusu olacaktır.

### **1.2.2. Başabaşın Altında Değiştirme**

Piyasa faiz oranlarının düşmesinden yararlanılarak, faiz oranları düşürülmekte fakat borcun nominal miktarında da artış sağlamaktadır. Devlet yüksek faizli bir tahvili aynı miktar faiz geliri sağlayacak şekilde, ancak daha düşük faizli bir tahville değiştirmektedir.

### **1.2.3. Kademeli Konversiyon**

daha önce çıkarılan tahvillerin faiz oranı, piyasadaki faiz oranının düşme düzeyine kademeli şekilde indirilir. Bir başka açıdan da, tahvil sahiplerine belli bir süre sonunda tahvillerin faiz oranını piyasa faiz oranı düzeyine indirileceği bildirilir. Süre sonunda da belirtilen faiz oranına inilmiş olur.

#### **1.2.4. Fark Ödemeyi Gerektiren Konversiyon**

Burada ise, devlet piyasa faiz haddinin düşmesinden, borç yükünü azaltmak için değil, faizsiz yeni bir borç elde etmek için yararlanmaktadır. Bunu bir örnekle açıklayalım, devletin, 100 Milyar liralık borcu olsun, piyasa faiz hadlerinin % 3'e düşmesi sonucu devlet, % 6 faizli tahvillerini % 3 faizli yeni bir borçla değiştirme imkanına kavuşur. Devlet bunu yaptığı takdirde yalda 3 milyar liralık faiz ödemesinden kurtulacaktır. Ancak devlet bu yola gitmeyip yeni sermaye bulma yoluna giderse, alacaklıları ellerindeki tahvillerin erken itfasını kabul etmek, yolunu seçeceği iki adet (örneğin) 100 liralık % 3 faizli tahvil yerine kendisine bir adet 1000 liralık % 6 faizli eski tahvil ve birde 1000 lira nakit verme arasında tercih yapmaya davet eder. böyle bir teklif alacaklılar tarafından rağbet görürse, alacaklıların faiz geliri, devletin ise faiz yükü değişmeyecek, değişen devletin, borç miktarındaki artış olacaktır.<sup>63</sup>

## **2. BORÇ MİKTARININ EKONOMİK ETKİLERİ**

Borç miktarındaki artışın daraltıcı ve genişletici etkileri olduğunu savunan iki farklı görüşün olduğu söylenebilir.

Daraltıcı etkileri olacağını savunan görüşe göre, borç artışının piyasada likiditeyi azaltması nedeniyle tüketim ve yatırım harcamaları kırılır. Ancak borç stoku seviyesindeki artış da harcamaların daralması sonucunu doğurur. Borç stokundaki artış ile özel harcamalar arasında ters yönlü bir değişim vardır. Devletin eskisine göre daha cazip imkanlar tanıyarak yeni bir borçlanmaya gitmesi durumunda eski tahvillerin kapital değeri düşeceğinden, ellerinde bu

tahvilleri bulunduranların, servetlerinin azaldığı düşüncesiyle harcamalarını kısımlarına neden olacak ve bu etki özel borçların kapital değerine sirayet ederek bu kesininde harcamalarını kısımlarına sebep olacaktır. Keynesyen gelir teorisine göre ise harcamalar servetin değil gelirin bir fonksiyonu olduğundan bu sonuca ulaşmaz.

Öte yandan devletin, piyasaya yeni tahviller sürmesi, özel menkul kıymetlere karşı olan talebi de olumsuz yönde etkileyecektir. Bankalar, mali kuruluşların ve bireyler özel sektör finansmanına ayrılan fonlarını kamu sektörüne kaydıracaklardır. İkame etkisi denilen bu durum sonucu özel yatırımlara ayrılan fonlar azalacağından faiz oranları yükselecek ve yatırımlar düşecektir. Bütün bunların sonucu olarak devlet borçlarının artması, toplam harcamaları azaltarak genel ekonomi içerisinde daraltıcı yani deflasyonist bir etki oluşacaktır.

Devlet borçlanmasının ekonomi üzerinde genişletici (enflasyonist) etki oluşturduğu görüşüne göre; Borçlanmasının nedeniyle, devlet tarafından piyasadan çekilen kaynakların kullanılıp kullanılmadığı ile borçlanmanın alternatiflerinin de göz önünde tutulması gerekir. Çoğunlukla devlet bu kaynakları harcamalarında kullandığı için, bu yönden borçlanmanın ekonomi üzerinde daraltıcı bir etkisi olamaz. Borçlanmanın alternatiflerinin başında vergiler gelmektedir. Vergi borcu ise çoğunlukla tüketime ve yatırıma yönelecek kaynaklardan karşılanır. Oysa tahvil alımına ayrılan kaynakların büyük çoğunluğu tasarruflardır. Bunun anlamı; borçlanmanın toplamlarındaki artış nedeniyle özel harcamalar artış da gösterebilir. Bunun sebebi ise alacaklıların aynı gelirle

---

<sup>63</sup> YAŞA Memduh Devlet Borçları Sermet Matbaası 1965 s.137-144

kendilerini daha zengin hissetmeleri (servet etkisi), ile borçlara ödenen faizin geliri artırması (Gelir etkisi) dir.

Tasarrufların devlet tahvillerine yatırılması, tasarruf sahiplerinin likiditelerini arttıracacağı da bu görüş tarafından dile getirilmektedir. Yine bu görüşe savunanlar, devlet borçlarının artışının tahvillerin kapital değerini düşürmesi nedeniyle rantiyelerin harcamalarını kısacağı yönündeki görüşe; harcamaların servetin değil, gelirin bir fonksiyonu olduğunu gerekçesiyle ihraz ederler. Ayrıca yine bu nedenle, özel menkul kıymetlerin cazibesinin azalacağı ve fonların özel kesimden çekilecek konuya akacağı da doğru değildir. Çünkü bu varsayım, yatırımların, devlet tahvilleri ile özel menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatları hakkında aynı mahiyette tahminde bulunmaları, devlet tahvillerinin fiyatlarının düşmesi halinde özel menkul kıymetlerin de fiyatlarının düşeceğini sanmaları halinde doğudur. Oysa bu iki piyasa zaruri olarak birbirine tabi değildir, yatırımcılar devlet tahvillerindeki kapital düşüşünün ileride tekrarlanabileceği endişesiyle pekala özel menkul değerlerde yönelebilirler.<sup>64</sup>

Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlarla değiştirilmesinin deflasyonist bir etki oluşturduğu, buna karşılık uzun vadeli borçların azaltılarak kısa vadeli borçların arttırılmasının enflasyonist bir etki oluşturduğu kabul edilmektedir. Enflasyon dönemlerinde kısa vadeli borçların uzun vadeli borç haline dönüştürülmesiyle faiz ödemeleri artacağından daraltıcı etki hafifletilmiş olacaktır başka bir açıdan da borç türünün değişmesi alacaklıların yapısında da bir değişmeye yol açabilir. Banka ve benzeri mali kurumları ile şirketler kaynaklarını kısa vadeli ödünç şeklinde kullandırmayı tercih ederler. Devletin uzun vadeli borçlanmaya gitmesi durumu da, alıcılar içerisinde bu tür kurumların

---

<sup>64</sup> YAŞA Memduh. A.g.e. S. 137-144

yapı azalırken gerçek kişilerin payı ise artacaktır. Öte yandan bireylerin yüksek faz gelirlerini harcama ihtimalleri diğerlerine göre daha yüksektir. Bu ise enflasyonu körükleyecektir.

Sonuç olarak ekonomik istikrarın sağlanması açısından borçların miktarının yanında borçların bünyesine de önem vermek gerekmektedir.

### **3. TÜRKİYE AÇISINDAN BORÇ YÖNETİMİ**

#### **3.1. Türkiye’de Kamu Açıkları**

Kamu açıkları, genel olarak belli bir dönemde elde edilen kamu gelirleri ile ödememde yapılan kamu harcamaları arasındaki farktır. Farklı dönemlerde oluşan akım değer niteliğindeki kamu açıkları biri gerek stok – değer niteliğindeki kamu borçlarının oluşmasına neden olur. Kamu kesimi toplam açığının G.S.M.H’ye oranı Kamu Kesimi borçlanma Gereği (KKBG) ni verir.

##### **3.1.1. Kamu Kesimini Borçlanma Gereği:**

Kamu kesimi toplam açığının G.S.M.H’ya oranının kamu Kesimi Borçlanma Gereğini söylediğini söylemiştik. 1974 yılında petrol fiyatlarındaki artışında etkisiyle Türkiye’de kamu açıkları hızla büyümüştür. 1978 de petrol ithalatının kısılmasıyla geçici azaltılabilmişse de 1980 yılından itibaren hızla artmaya devam etmiştir. 1980 yılında Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin G.S.M.H’ya oranı % 9’a yaklaşmıştır.

1981 – 1982 yıllarında izlenen denk bütçe politikası, K.İ.T. ürünlerinin fiyatlarının kısa aralıklarla ayarlanması gibi nedenlerden ötürü oran %4’e gerilemiştir.

1983 yılında yapılan seçimli işbaşına gelen hükümetin izlediği liberal ekonomi politikaları ile, kamu kesiminin ekonomideki yerinin küçültülmesi amacıyla bazı vergi indirimlerine gidildiği görüldü. Buna rağmen kamu açıkları artmaya devam etmiştir. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği 1990 yılına gelindiğinde ise G.S.M.H'ya oranı % 7.41 olmuştur. Oran 1991-1992 de % 10 1993 te de % 12.2 ye ulaşmıştır. Artan kamu açıklarını kapatmak üzere olumsuz şartlarda borçlanmaya gidilmesi ile kısır bir döngü oluşmuş, yüksek oranlı faiz giderleri, açıkları daha da artırmıştır. Öte yandan döviz kurlarındaki hızlı yükselişi önlemek amacıyla mevduat faizlerinin artırılması da bütçenin faiz yükünü fazlalaştırmıştır.

1994 yılında ise '5 Nisan Kararları' diye bilinen istikrar programı uygulanmaya başlamış kamu kuruluşlarının savunma ve güvenlik harcamaları dışında cari harcamalarda kısıtlamaya gidilmesi, mal ve hizmet alımlarının azaltılması kadrolu eleman ve geçici işçi istihdamının durdurulması, ücret ve maaşların enflasyonun altında endekslenmesi, kamu yatırımlarının kısılması gibi önlemlerle devreye sokulmuştur. Bunlara ek olarak KİT ürünlerine maliyetlerini karşılayacak ölçüde, hatta daha yüksek oranlarda zam yapılmış ve nihayet 24 Kasım 1994'te 'Özelleştirme Yasası' T.B.M.M. de kabul edilecek yürürlüğe konmuştur. Alınan bu önlemlere rağmen K.K.B.G.'NİN G.S.M.H'ya oranı % 8.1 olarak gerçekleşmiştir.

K.K.B.G içerisinde yer alan mahalli idareleri bütçe harcamalarının % 90'ı belediyeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bir anlamda belediye bütçeleri de denebilir. Mahalli idarelerin bütçeleri 1986 yılına kadar genellikle denk kapanmış, gelirlerini artırıcı pek çok değişikli sayesinde bütçelerini denkleştirebilmişlerdi. Ancak 1986 yılından itibaren önemli ölçüde açık vermeye

başladıkları söylenebilir. Bazı belediyelerimizin büyük yatırım projelerini gerçekleştirmek amacıyla dış borçlanmaya bile gittikleri görülmüştür.

Belli bir amaç için oluşturulan fonların bile uygulamadaki tutarsızlıklar yüzünden açık vermelerine tanık olunmuştur. Oysa fonlar arası veya fonlardan bütçeye aktarma yapılması da fonların kuruluş amaçlarına ters düşmektedir. Fonların 1989 yılından itibaren açık vermeye başladıkları görülmüştür. 1990 yılına kadar fazla veren Döner sermaye ve Sosyal Güvenlik Kurumları da 1991'den itibaren açık vermeye başlamışlardır. Hazinesinin 12.03.1997 tarihinde kamu bankalarından döviz kaynağı temin etmek için Amerikan doları cinsinden ve yerine kamu bankalarından TL kaynak çekmek amacıyla TL cinsinden düşük faizli tahvilleri tedavüle sürmesi ile iç borç stokunu artırmıştır. Konsolide bütçenin finansman kısmında iç borç rakamlarının büyümesi ise nakit denge açığını büyütülmektedir.

**TABLO 3.1.1. TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ**

(Cari Fiyatlarla Trilyon TL)

	1996		1997		1998		1999(1)	
	Miktar	GSMH or.	M	Oran	M	Oran	M	Oran
Borçlanma Gereği	1.321.3	8.82	2.235.7	7.61	4.619.9	8.72	6.502.2	8.25
Konsolide Bütçe	1.238.1	8.27	2.240.7	7.62	3.764.0	7.10	5.520.0	7.00
KİT	-77.4	-0.52	-100.5	-0.34	712.7	1.35	630.8	0.80
a) İşletmeci	-62.1	-0.41	165.4	0.56	713.1	1.35	658.1	0.84
b) Tasarrufçu	-15.2	-0.10	-265.9	-0.90	-0.3	0.00	-27.3	-0.03
Mahalli İdareler	37.1	0.25	87.0	0.30	134.0	0.25	197.4	0.25
Döner Sermaye	-1.4	-0.01	-5.0	-0.02	-14.9	-0.03	-26.3	0.03
Sos. Güv. Kur.	35.3	0.24	2.6	0.01	15.0	0.03	226.7	0.29
Fonlar	15.6	0.10	-18.0	-0.06	76.4	0.14	-85.3	-0.11
Özelleştirme Kap.Kur	74.2	0.50	29.0	0.10	-67.3	-0.13	39.0	0.05
GSMH (Trilyon TL) <sup>(1)</sup>	14.978.1		29.393.3		52.985.0		78.806.0	

KAYNAK: D.P.T

<sup>(1)</sup> Kasım 1998 tarihinde yayınlanan 1999 yılı programında yer alan tahmin ve hedeflerdir.

### 3.1.2. Birincil Kamu Açığı

Toplam kamu harcamalarından faiz ödemelerinin indirilmesi ile elde edilen birincil kamu harcamalarının olağan kamu harcamaları ile karşılanması ve faiz ödemelerinde kullanılmak üzere birincil bütçe fazlarının oluşması, borçların itfası açısından önemlidir. Bir dönemde yapılan borcun anaparasının tekrar borçlanarak finanse edilmesi olağan karşılanmakla birlikte, faiz ödemelerinin birincil bütçe fazlası ile yapılması kaçınılmazdır. Eğer birincil bütçe fazlası ile borç faiz yükü karşılanamaz ise sadece eski borcun ana para miktarı kadar değil, faiz miktarı kadar da yeni borca başvurmak gerekeceğinden kamu borçları birikerek artacak ve çok büyük boyutlara ulaşacaktır.<sup>65</sup>

### 3.1.3. Konsolide Bütçe Nakit Açığı ve Devlet Tahvilleri

Konsolide bütçe açığına, avansların eklenmesi ve bütçe emanetlerinin düşülmesi yönüyle nakit açığına ulaşılır. Avanslar, peşin ödendikleri halde mahsup edilinceye kadar bütçe giderlerine alınmadıklarından, bütçe açığına eklenirler. Bütçe emanetleri ise, hak sahiplerine ödenmedikleri halde bütçeye gider kayıtları yapıldığından bütçe açığından düşülürler.

1980'li yıllarda bütçe nakit açığının bütçe emanetleri hesaplarında hatırlan paralarla kapatılması yolu seçilmiştir. 1994 v 1995 yıllarında ise bütçe emanetlerinin bütçe açığına oranı ortalama % 15'den bu yana konsolide bütçe nakit açığının finansmanın da iç borçların oranı görülmektedir. Devlet tahvillerinin bu oran içindeki yeri 1989'da % 73.5 iken bu pay giderek azalmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle oran % -48.3 e gerilemiş ancak

<sup>65</sup> ÖNDER İzzetin, Kamu Açıkları ve Kamu Borçları, Türk Harb-İş Sendikası 1995, S.11

1995 yılında yeniden % 29.1 seviyesine ulaşmıştır. 1996 yılında ise bu oran % 1.9 olarak gerçekleşmiştir.

**TABLO 3.1.3. KONSOLİDE BÜTÇE NAKİT AÇIĞININ FİNANMANINDA DEVLET TAHVİLLERİNİN PAYI**  
(MİLYAR TL)

Yıllar	Konsolide Bütçe Nakit açığı	Net Borçlar (Tahvil)	Tahvil/Bütçe Açığı (%)
1989	8.141	5.982	73.0
1990	12.154	7.942	65.3
1991	33.426	2.279	6.8
1992	59.439	15.408	25.9
1993	126.103	30.135	23.9
1994	145.740	-70.339	-48.3
1995	297.151	85.657	29.1
1996	1.274.346	24.019	1.9

KAYNAK: HDTM Hazine İstatistik Yıllığı 1994

Devletin borçlanma politikasına bağlı olarak iç borçlanma enstrümanlarının kullanım oranları değişmektedir. Örneğin 1994 yılında bütçe nakit açığının çok üzerinde bir bono net borçlanması yapılmıştır. Bu yılda tahvillerin negatif değer alması bono yoluyla sağlanan kaynakların bu kalemde kullanıldığını düşündürmektedir.

#### **3.1.4. Konsolide Bütçe Toplam finansman İhtiyacı**

Konsolide bütçe toplam, finansman ihtiyacı; mali yıl içindeki bütçe nakit açıklığı ile iç ve dış borç anapara ödemelerinin toplamından oluşmaktadır. Banka bir ifadeyle mali yıl içinde bağlanması gereken en az kaynak miktarını belirler. Toplam finansman ihtiyacı; ülkenin nakit dengesini kurmak ve o yılki iç ve dış

borç anapara taksitlerini ödeme yükümlülüğünü yerine getirmek bakımından önem taşımaktadır.<sup>66</sup>

1992 yılına kadar dalgalanmalar görülmekte ve 1992'den itibaren toplam finansman ihtiyacı içinde bütçe nakit açığının payı azalırken, borç anapara ödemelerinin payı artmıştır. Bu başka bir açıdan, yapılan borçlanmaların geçmiş dönemdeki açıkların finansmanında kullanılan borçların ödenmesine yönelik olduğunu göstermektedir borçlanmanın öncelikle amacının borç ödemek olduğu söylenebilir. Ayrıca bütçe açığının da büyük oranda borç faiz ödemelerinden kaynaklandığı dikkate alınırca borçlanmanın yükü daha iyi anlaşılabilir. İç ve dış borç faiz ödemelerinin bütçeye getirdiği yük özellikle 1994 ve 1995 yıllarında çok artmıştır. 1994 ve 1995 yıllarında faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı % 50, bütçe gelirlerine oranı ise % 40 dolayın da gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe toplam finansman ihtiyacının karşılanmasında devlet tahvillerinin yeri oldukça geniştir. Ancak bu payın son yıllarda gerilediğini, ve devletin kısa vadeli borçlanma politikası uygulayarak hazine karolarına öncelik tanınması sonucu devlet tahvillerinin, konsolide bütçe toplam finansman ihtiyacını karşılama oranının düştüğünü söyleyebiliriz. Tablo 3.1.4. den de anlaşılacağı üzere bu oran 1989 yılında % 41.63 iken 1996 yılında % 5.18'e kadar gerilemiştir.

**TABLO 3.1.4 KONSOLİDE BÜTÇE TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI VE DEVLET TAHVİLLERİ**

**(MİLYAR TL)**

Yıllar	Toplam Finansman ihtiyacı	Devlet Tahvilleri	Tahvil/Finansman İhtiyacı (%)
1989	21.578	8.983	41.63
1990	28.894	12.523	43.34
1991	73.113	11.510	15.74
1992	147.308	35.657	24.21
1993	334.779	64.820	19.36
1994	732.034	24.858	3.40
1995	1.620.059	329.385	13.73
1996*	3.955.888	205.194	5.18

KAYNAK: HDTM, Hazine İstatistik Yıllığı 1994

\*Geçici

<sup>66</sup> EROL Ahmet a.g.e. S.111

## 4. TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ YÖNETİMİ

1985 yılına kadar hazinenin iç borçlanması genellikle özel kanunlar çerçevesinde devlet tahvili satılarak yapılmakta idi. Hazine 1985 yılı Mayıs ayından itibaren ihale yönetimi ile devlet iç borçlanma senetlerini satmaya başlamıştır. 1986 Mali Yıl bütçe Kanunu ile "Borç idarisi"nin ayrı örgütlenmesinden sonra tahvil ve bono satışı yoğunluk kazanmıştır. Mayıs 1985-Ekim 1986 döneminde sadece 6 aylık hazine bonusu ve 1 yıllık devlet tahvili ihalede satışa sunulurken, Kasım 1986 tarihinden itibaren 3.6 ve 9 aylık bonolar ile 1 yıllık devlet tahvillerinin satışa sunulmasına başlanmıştır.<sup>67</sup>

### 4.1. İç Borç Stokunun Yapısı

Devlet tahvili, hazine bonusu, T.L. Merkez Bankası avansları ile konsolide borçlar iç borç stokunu oluşturur. Konsolide bütçe finansman ihtiyacının yanı sıra, bütçe kanunlarının borçlanmaya ilişkin hükümlerinin zaman içinde gösterdiği değişiklikler tahkim uygulamaları, özel tertip devlet tahvili verme uygulamasının kapsamının genişletilmesi gibi nedenlerle iç borç stokunun yapısı değişikliğe uğramıştır.

---

<sup>67</sup> Yükseler Zafer, Türkiye'de Konsolidasyon, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu Ankara 1990 S.14

1980-1984 döneminde tahviller ile kısa vadeli avansların iç borç stoku içindeki payları azalma eğilimine girmiştir. Bu dönemde tahvillerin payı % 14.5 bonoların payı ise % 7.2 dir.

1985-1988 döneminde ise Türk lirasının değer kaybının hızlanması ve 1984 yılında yapılan tahkim nedeniyle, konsolide borçların payı % 67'ye yükselmiştir. Aynı dönemde tahvillerin payı ise %15.1 dir.

1989-1991 döneminde ise nakit dışı tahvillerle birlikte tahvillerin iç borç stoku içindeki payı ortalama % 33.6'ya yükselmiştir. Tahkim ve kur farkları nedeniyle özel tertip devlet tahvili verilmesi, konsolide borçların payını geriletirken, tahvillerin payını artırmıştır.

1992-1995 arasında, 1994 yılındaki gerilemeye rağmen, tahvillerin iç borç stoku içindeki yapının yükselişi devam ederek, ortalama % 41.3'e ulaşmıştır. Bu dönemde nakit dışı (özel amaçlı tahviller, tahkim tahvilleri, ikraz tahvilleri) tahvillerin payı ise % 27'dir. Bu yükseliş 1992 yılında yapılan tahkim ve kur farkları nedeniyle Merkez Bankasına verilen tahviller ile 1992 yılından farkları nedeniyle merkez Bankasına verilen tahviller ile 1992 yılından itibaren KİT'lere ikraz uygulamasının başlatılmasından kaynaklanmaktadır. +993 yılından itibaren konsolide borçlarda tahkim tahvillerinin yer almaması sadece kur farklarının belirlenmesi sonucu bu kalemin iç borç stoku içindeki payı % 11.3'e gerilemişti. Ayrıca merkez Bankasına açık piyasa işlemleri yapması amacıyla değerlendirme hesabı karşılığı özel tertip devlet tahvili verilmesi bunda etkili olmuştur. Bu dönem de, nakit dışı borçlanma artarken, nakit ihtiyacının karşılanması ancak yüksek faizli bonolarla ve merkez bankası avansları ile mümkün olmuştur. Özellikle 1994 ve 1995 yıllarında bono stokunda görülen büyük çaplı artışlar

sonucu, bonoların iç borç stoku içindeki payı bir önceki döneme göre 17.6 puan artarak % 28.9'a yükselmiştir.



**TABLO 4.1. İÇ BORÇ STOKU**

ÖZEMELER	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993*	1994	1995	1996(1)	1997	1998(2)
<b>Açılan Ö.</b>															
Tahvil	241	1239	2304	4600	5880	10640	14648	33364	82115	214050	588115	1196488	3398039	3144053	7147784
Bono	29	172	790	1150	1343	3001	4520	6396	19543	48463	157245	84489	896788	817628	1864900
Avans	211	1067	1456	2854	4496	6639	6511	21488	51937	156909	398937	871582	2828351	2228387	4.945.271
<b>Konsolide Borçlar</b>															
Faiz Ödemeleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	337623
Tahvil	136	238	717	1675	2487	4803	10037	16914	34087	84825	229912	472804	1338516	1877164	4831683
Bono	111	168	399	806	1272	3089	6302	10221	13898	42319	111345	110705	327774	880385	2200481
Avans	41	82	247	490	1143	1612	1746	5953	13033	41612	114016	356488	1000829	1199738	2827888
<b>Konsolide Borçlar</b>															
BORÇLANMA															
Tahvil	1702	3578	5842	11304	17119	24115	29894	64451	183415	376368	1030076	1781185	5448848	8228832	10881856
Bono	495	1218	1788	3955	5115	7634	8443	34277	75926	179151	638678	366873	1247868	3185561	3850423
Avans	190	266	257	355	675	457	331	10719	17411	39421	51857	68722	178853	33330	0
<b>NET BORÇ KULLANIMI</b>															
Tahvil	818	1421	2528	4949	7513	7041	8662	8944	8120	6008	133417	25940	0	0	0
Bono	1462	2338	3442	6704	11240	13476	15246	32087	101300	162319	441961	581887	1758809	3082579	3744082
Avans	171	501	480	896	2474	5883	7838	5115	62415	193325	48879	272384	711080	2287935	1888523
<b>İÇ BORÇ STOKU</b>															
Tahvil **	818	1421	2473	4352	7473	6041	9045	3464	2515	39421	51857	68722	178853	33330	337623
Bono	4634	6972	10514	17218	28158	11934	57180	97617	191236	357347	799309	1361006	3148884	8283424	9847455
Avans	534	1032	1152	2407	4881	10863	22523	33105	86388	190505	239384	511788	1250154	3570811	5178303
<b>Konsolide Borçlar</b>															
Bono	340	490	823	1923	2542	3537	5469	18258	42347	64489	304230	831288	1527837	2384980	4771152
Avans	528	794	1051	1406	2082	2539	2870	13889	31000	70421	122278	192000	270853	337623	0
<b>Konsolide Borçlar</b>															
	3235	5	7129	11481	18934	24995	26319	32395	34602	31932	133417	25940	40	0	0

**KAYNAK: HAZNE MÜSTESARLIĞI**

\*Tahvil tahvil ve Tahvil tahvil içinde yer almaktadır.  
 \*\* Döviz Endüstri Tahvil ve 1992 ve 1993 Etütren ve Temmuz  
 aylarındaki kur artışları tahvil stokuna dahil edilmiştir.  
 (1) 1996 ve 1997 yıllarında döviz cinsli senetlerin her ay oluşan kur  
 farkı doğrudan stokta dahil edilmiştir.  
 (2) Eylül sonu itibarıyla

## 4.2. İç Borç Stoku Vade ve Faiz İlişkisi

İç borç stokunun genel ortalama vadesi 1986-1990 döneminde artma eğiliminde iken 1991 yılından itibaren azalışa geçmiştir. 1994 yılında tahvillerde ortalama vadenin 1991 yılından itibaren azalışa geçmiştir. 1994 yılında tahvillerde ortalama vadenin 1083 güne çıkmasına rağmen, miktarlarının genel toplam içinde düşük kalması ve iç borçlanmada 91 günlük hazine bonolarının ağırlık kazanması nedeniyle, genel ortalama vade 217 güne kadar gerilemiştir. 1995 yılında ortalama vadenin 282 güne çıktığı söylenebilir yıllık bileşik bazda ortalama iç borçlanma faiz oranı ise 1996 da % 135.2 olarak gerçekleşmiştir.

Burada vade ve faiz ilişkisinin ayrıntısına girmekten kaçınıyoruz. Çünkü bu konu üzerinde 5. Bölüm nedeniyle oldukça ayrıntılı görüşler belirtilmiştir. Ancak yine de genel hatları ile konuya değinmenin yararlı olacağı konusundayız.

İç borç faiz ödemelerinin ve büyük payı devlet tahvilleri ve hazine bonolarının aldığını söyleyebiliriz. Şöyleki 1980 yılında devlet tahvilleri faiz ödemeleri genel iç borç faiz ödemelerinin % 85.7 sini bono faiz ödemeleri ise % 9.5'ini oluşturuyordu Ancak 1995 yılında tahvillerin payı % 23.4 olurken bonoların payı ise %75.4' yükselmiştir. Bunun en önemli nedeninin daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi borçlanma politikası yüzünden hazine bonoların tercih edilmesi olduğunu söyleyebiliriz.

İç borç stokunun içinde yer alan konsolide borçlara ödenen faiz oranları, vadenin uzun olması nedeniyle bazı yıllarda yoğunlaşmıştır. 1983 de % 31.9.1987 de %19.6 ve 1990 yılında toplam faiz ödemeleri içinde konsolide borçların oranı % 18.7 olarak gerçekleşmiştir. Avanslara ödenen faiz oranlarının, toplam faiz

ödemeleri içindeki oranı ise azalma eğilimindedir. Bu oran 1980 yılında % 4.8 iken 1995 yılında % 1.2. ye kadar gerilemiştir.

Toplam faiz ödemelerinin G.S.M.H'ya oranı ise her yıl artarak büyümektedir. 1980-1985 arasında bu oran % 1'in altında iken 1986'da % 1.40'a 1995 te ise % 6.24'e çıkmıştır.

1990 yılında ihraç edilen iç borçlaşma senetlerine ödenen faiz oranları çoğunlukla mevduat faiz oranlarının altındadır. 1991 yılında ise devlet borçlanma belgelerinin getirisi genel olarak mevduat faizlerinin üzerindedir. 1992 yılının ilk yarısında mevduat faiz oranlarına paralel seyreden devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranları ikinci yarısından itibaren mevduat faiz oranlarının çok üzerine çıkmıştır. Hatta % 70'lere varan reel faiz ödemeleri yapılmıştır. 1994 nisanından sonra yıllık % 150-180'e varan reel faiz oranları üzerinden borçlanılabilmektedir. Ancak bu durumun Mayıs ayından itibaren yavaşladığını söyleyebiliriz.

Burada iç borçlanmanın alıcılara göre dağılımına da kısaca gözatacak olursak bankaların birinci sırada yer aldığı görülmüştür. 1995 yılında devlet tahvillerinin % 79.9 oranında alıcı kitlesi bankalardır. Ayrıca S.S.K. Emekli Sandığı gibi kamu kurum ve kuruluşların payı da azımsanmayacak ölçüde çoktur ilgili konular içinde ayrıntılı olarak durduğumuz bu durumun nedeninin tekrarlanması açıklayıcı olabilir. Bankalar, kamu kurum ve kuruluşları ve sigorta şirketleri, kuruluş yasaları gereği devlet borçlanma belgelerine yönelmek zorunda bırakılmışlardır. Bu durumun zaman zaman devlet tarafından nasıl istismar edildiği, hazır borç kaynakları yüzünden özel bireysel tasarrufların ihmal edildiği konuları üzerinde daha önce durmuştuk.

Bu bölümle ilgili son olarak iç borç servisinin (iç borç anapara ve faiz ödemeleri toplamı) G.S.M.H'ya oranı üzerinde durmak gerekir. Bu oranın yıllar itibariyle artış gösterdiğini söyleyebiliriz. Bu ise daha önce yineleyerek söylediğimiz ikilemi bu yüzüne çıkarıyor. 'Borç ödemek için borçlanmak' yine söylendiği gibi borç gelecekteki verginin şimdiden alınmasıdır kuramının Türkiye'de adeta gerçeklik kazandığını, iç borç servisinin vergi gelirleri içindeki yapısını da adeta gerçeklik kazandırdığını, iç borç servisinin vergi gelirleri içindeki payını gösteren verilere dayanarak söyleyebiliriz. Tablo 4.2. de bu veriler görülmektedir.

**Tablo 4.2. İÇ BORÇ SERVİSİ, GSMH VE VERGİ GELİRLERİ İÇİNDEKİ YERİ  
(MİLYAR TL)**

Yıllar	miktar *	GSMH içindeki pay (%)	Vergi gelirleri içindeki pay(%)
1989	14.31	6.23	56.13
1990	19.077	4.80	42.02
1991	43.077	6.79	54.78
1992	106.448	9.65	75.17
1993	310.637	15.55	117.54
1994	782.665	20.13	133.09
1995	1.744.208	22.20	160.69
1996**	4.859.703	9.03	21.61

**KAYNAK:** Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı.

\*Tabvile bonolar esas alınmıştır.

\*\*Geçici

## **YEDİNCİ BÖLÜM**

### **GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ**

Türkiye’de Cumhuriyetin kurulmasından itibaren 10 yıl sonra başlayan iç borçlanma günümüze kadar sürekli artarak bütçelerin ayrılmaz parçası olmuştur. Devlet tahvillerinin piyasaya çıktığı günlerden bugüne değin özel bireysel tasarruflar yerine başka kaynakların kimi zaman zorunlu birikimleriyle iç borçlanma içindeki payını sürekli koruduğunu da söyleyebiliriz. (Zaman zaman oran olarak düşseler bile)

Devletin öncelikli gelir kaynağı vergilerdir. Etkin bir vergi sisteminin oluşturularak kayıt dışı ekonominin vergilendirilmesi, rant sisteminin düzeltilmesi, vergi kaçaklarının asgariye indirilmesi gibi köklü önlemler alınmalıdır. Bunu belki bütün çevreler söylüyor fakat uygulanmasına ise hemen hemen hiçbir kesim katlanmıyor. Bunun son örneğini değiştirilen vergi yasasının uygulanması sırasında gördük. Türkiye bu konuda bir konsensusa mutlaka varmalıdır. Daha önceki bölümlerde bilimsel verilerle vergi gelirlerin nasıl borç ödemelerine gittiğini, hatta vergi gelirlerinin artık borç ödemelerine bile nasıl karşılayamaz duruma geldiğini gördük. Yapısal değişikliklerin herkesçe hararetle bir şekilde tartışıldığı şu günlerde, özellikle bazı kesimlerin yapısal değişiklikten çıkardığı tek sonuç, hemen her şeyin bir an evvel özelleştirilmesi olmaktadır. Ne yazık ki son yıllarda da, herkesimin büyük umut bağladığı özelleştirmenin, Türkiye’de nasıl taşları yerinden oynattığına tanık olduk. Yapısal değişikliklerin algılanış biçimini açıkça söyleyelim ki yadırgamaktayız. 1980 li yıllardan beri hızla devam eden liberalleşme süreci bu gün global rüzgarla hızla devam etmektedir. Ancak Türkiye’nin karşı karşıya olduğu sorunlar da çok açıkça ortadadır. Vergi gelirlerini artıramadan, kamu harcamalarında etkinlik ve

verimlilik sağlayamadan, ülkede yaşayan tüm kesimlerin uzlaşması ile gerçek anlamda yapısal değişiklikler tüm kesimlerin uzlaşması ile gerçek anlamda yapısal değişiklikler yapılmadan yirmi birinci yüzyıla gireceğimiz şu günlerde geleceğe umutla bakmamız pek de olanaklı olmayacaktır.

Ülkemizde 1986 yılına kadar, devlet borçları bütçe için de izlenmekteydi.

Bu yıldan itibaren ise devlet borçları bütçe dışına taşınmıştır. Bu nedenle borç-bütçe ilişkisi zayıflamış, iç borçlanmanın amacı da büyük ölçüde değişmiştir. 1992 yılından itibaren tahvil stoku içerisinde nakit dışı havillerin payı oldukça yükselmiştir. Böylece, iç borçlanmanın amacı; konsolide bütçenin finansmanından diğer kamu kurumlarının finansmanına doğru koymuştur. Bu ise bütçe disiplini bozmakta ve gerçek bütçe açıklarının görülmesini engellemektedir.

Kronikleşen enflasyon nedeniyle kısa vadeli ve yüksek faizle borçlanılmaktadır. Oysa iç borçlanma senetleri enflasyona endekslenerek hem tasarruf sahipleri korunabilir, hem de hazinenin uzun vadeli borçlanması sağlanabilir. Kuşkusuz bu bir yöntemdir. Asıl amaç ekonomik istikrarı sürekli olarak bozan kronik enflasyonunun zaman kaybetmeksizin kabul edilebilir rakamlara indirilmesidir.

Türkiye’de iç borçlanmanın daha çok geçmiş dönem borçlarının ana para ve faiz ödemeleri dolayısıyla yapıldığını söyledik. Devletin zaman kaybetmeden bu ikilem ve kısır döngüden kurtulması gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

### **KİTAP VE YAYINLANMAMIŞ TEZLER**

ALTUĞ, Figen. Borç yönetiminin Yaratacağı İktisadi Etkiler ve Türkiye'deki durum (Doktora Tezi) İ.Ü. İktisat fakültesi, İstanbul, 1982

ARSAN, Üren. Türkiye Cumhuriyeti'nde İç devlet borçları, Ankara Üniversitesi, Siyasal bilgiler Fakültesi Yayını, Ankara, 1961

BULUTOĞLU, Kenan. Kamu Ekonomisine Giriş, İstanbul 1981

BÜYÜKERŞEN, Yılmaz. İç devlet Borçlarının Ekonomik Etkileri, İstanbul 1966

CELEBİCAN, Gürkan. Sermaye Piyasasındaki son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara 1974

DORN BUSCH, Rudiger. FISCHER, Stonley. Makro Ekonomi (Çevirenle: Selih Ak mahir FİSUNOĞLU, Erhan YILDIRIM, Refia YILDIRIM) Ayhan Matbaası, İstanbul 1998

ERGİN, Feridun. Bankacılık Semineri Prodüktivite Kurumu Yayını, İstanbul 1964

EROL, Ahmet. Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'de Devlet Borçları, Maliye Bakanlığı, Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Ankara 1992

EKER, Aytaç. Türkiye'de İç borçlar (V. Türkiye maliye Eğitim Sempozyumu) Aydın, 1989

**EVGİN, Tülay.** 90'lı yıllarda İç Borçlarımızın Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara Üniversitesi siyasal bilgiler Fakültesi Basımevi, Ankara 1996

**GÖRGÜN, Sevim.** Devlet Borçlarının İdaresinde Faiz Problemi (Maliye Enstitüsü Konferansları) İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi

**GÜNAL, Vural.** Hukuki Açıdan sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-kurumlar) İ.M.K.B. yayını, İstanbul 1997

**HANÇERİLİOĞLU, Orhan.** Ekonomi Sözlüğü, İstanbul 1977

**İNCE, Macit,** Devlet Borçlanması, Ankara İktisadi ve Ticari İlim Akademisi Yayını, Ankara 1976

İstanbul Ticaret Odası, Kamu İç borçlanmasının kamu Dışı Kesimler İçin kullanılabilir kaynaklar üzerindeki Etkisi, Temel Matbaası, İstanbul, 1989

**KARSLI, Muharrem,** Sermaye Piyasası, Borsa, menkul kıymetler, Karal Matbaası İstanbul 1996

**KOLCU, Ünal, İPEKLER, Fatma, AYDIN, Arzu,** Türkiye'nin Ekonomi ve Sosyal Atlası. İstanbul Ticaret Odası yayınları, İstanbul 1992

**MİNİBAŞ, Gürtel.** Az gelişmiş Ülkelerde Kalkınmanın Finansman Politikaları ve Türkiye, İstanbul 1973

**ÖNDER, İZZETTİN,** Kamu Açıkları ve Kamu Borçları, Türk Harb, İş Sendikası yayınları, İstanbul 1995

SAĞLAM, Figen. Türkiye’de Sermaye Piyasasının İşleyişi ve Sorunları (Yüksek Lisans Tezi) İstanbul 1992

SALVAZORE, Dominck, İktisat ‘İlkeler, Karamlar’ Yayına hazırlayan Cem Alper, Türk Ekonomi Kurumu Yayını, Ankara 1992

SEYİDOĞLU, Halil. Uluslararası İktisat Güzem Yayınları, İstanbul 1996

TAŞÇEKEN, Mehmet, Türkiye’de devlet Tahvilleri ve Planlı Dönem de kamu Gelirleri İçindeki Payı (Yükse Lisans Tezi) İstanbul Üniversitesi Sas. Bil Enstitüsü, İstanbul 1991

TÜRK, İsmail, kamu Maliyesi, Turhan kitabevi, Ankara 1992

Türkiye İş Bankası, Türkiye Cumhuriyeti’nin Ekonomik Göstergesi (1991-1993) Ankara 1994

Türkiye’de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, Sermaye Piyasasındaki Yeni Gelişmeler İstanbul 1975

ULUATAM, Özhan, Kamu maliyesi, Sevinç Matbaası Ankara 1992

UZUNOĞLU, Emine. Türkiye’de Ekonomik büyüme ve Dış borç arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Ankara

YAŞA Memduh. Devlet Borçları, Sermaye Matbaası, İstanbul 1965

YÜKSELER, Zafer, Türkiye’de Konsolidasyon, devlet Bütçe Uzmanlığı Raporu, Ankara 1990

ZARAKOLU, Avni. Para, Kredi ve Banklar. Ankara, 1970

## **RESMİ YAYINLAR**

- T.C. Maliye Bakanlığı  
Devlet Borçları Bülteni  
Hazine ve Hazine İşlemleri (SD. Y.I Yayınları)  
Yıllık Ekonomik Raporlar (1989-1997)
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı  
Hazine İstatistik Yıllığı 1994  
Hazine Aylık İstatistikleri 1995
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı  
Devlet Planlama Teşkilatı 1971 Yılı Programı  
Temel Ekonomik Göstergeler. Ekim 1998
- T.C. Başbakanlık devlet İstatistik Enstitüsü  
Türkiye İstatistik Yıllığı – 1997  
Seçilmiş Göstergeler, Mayıs – Haziran 1998