

## TÜRKİYE EKONOMİSİNİN FİNANSMAN DENGESİNİN SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN İNCELENMESİ (1990-2002)

**Y. Doç. Dr. Mehmet CİVAN**  
Gaziantep Üniversitesi-İ.İ.B.F.  
İşletme Bölümü - [civan@gantep.edu.tr](mailto:civan@gantep.edu.tr)  
TLF:0342 360 07 52

**Dr. Murad Kayacan**  
İ.M.K.B. Eğitim ve Yayın Müdürü  
[murad.kayacan@imkb.gov.tr](mailto:murad.kayacan@imkb.gov.tr)  
TLF:0 212 298 24 25

### ABSTRACT

After 1970's, increase in investment of both public and private sector and despite these, 2 and even 3 digit inflation numbers effecting in the increase of fund demand, huge increases in the wages by the pressure of labor unions which was not followed by productivity, damaged the financial stability of the public sector specifically, which caused the need of huge fund demands. Until 1980's these funds were supplied by savings and investment banks but capital markets were never mentioned.

At the beginning of the 1980's the efforts for the establishment of the capital markets was accelerated and Capital Market Code number 2499 had been inacted in 1981. Until 1985 capital market had not been effective in the financial markets but foundation of the İstanbul Stock Exchange in 1986 increased the public and private sectors long term borrowing opportunities.

The aim of this paper is to analyze the capital and money markets which are two main roots of the financial markets by observing financial balance of Turkish economy between 1990-2002.

In this context, firstly, we analyzed the balance of turkish economy and tried to explain the whirlpool of public sectors' fund needs.

Then the flows and stocks obtained from the capital market was analyzed and the weights of public and private sector were shown. Besides that the transaction volume of the private and public sectors in the secondary market were analyzed and their proportional weights in the capital market was observed.

We calculated the funds obtained from money and capital markets year by year and analyzed them 1. Internally 2. Money supply based 3. GNP based 4. Public debt based respectively. At the end we evaluated the weight of the capital markets in Turkish economy in terms of public and private sectors between 1990-2002.

As a conclusion, increasing weight of the capital markets in Turkish economy between 1990-2002 can be observed by the analyses made on four different bases. 85% of the flows of funds of the capital markets were used by the public sector and 15% were used by the private sector and 80 % and 20% respectively as a stock.

The fall of the credit stocks from 29 % to 19 %, while the capital markets weight was 14%-193 % in the analysis based on GNP, shows that the capital market was institutionalized and the firms had turned towards this market.

In the light of these analyzes we can see that the capital market's weight has increase in Turkish economy between 1990-2002. And it has been understood that Turkish economy needs more years to have a western type private sector weighted capital market.

## ÖZET

Türkiye’de 1970’ li yılları takiben kamu ve özel kesim yatırım harcamalarının artması, buna ilaveten fon ihtiyacında şişme meydana getiren çift haneli hatta üç haneli rakamlara ulaşan enflasyon, sendikaların baskısı sonucunda ücretlerde produktiviteyi takip etmeyen aşırı artışların özellikle kamu kurumlarının finansal dengelerini bozmaları taze fon kaynaklarına ve büyük boyutlu fonlara ihtiyacı doğurmuştur. 1980’ li yıllara kadar gerekli fonlar yatırım ve mevduat bankalarından sağlanmış sermaye piyasasının fazla sözü edilmemiştir.

1980’ li yıllara gelindiğinde sermaye piyasasının kurulması çalışmaları hızlanarak 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. Sermaye piyasası 1985 yılına kadar mali piyasa içerisinde etkili olamamış ancak 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ nın faaliyete geçmesi özel ve kamu kesiminin uzun vadeli finansman kaynağı sağlamadaki olanakları artırmıştır.

Bu çalışmanın amacı; Türkiye ekonomisinde 1990-2002 yılları arasındaki finansman dengesini incelenerek ve mali piyasanın iki önemli ayağını oluşturan sermaye ve para piyasasından sağlanan fonları analiz etmektir.

Bu bağlamda ilk olarak; Türk ekonomisinin finansman dengesini incelenmiş, kamu kesimin içerisinde bulunduğu fon girdabı açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci olarak; sermaye piyasasından akım ve stok olarak sağlanan fonlar analiz edilerek bu fonlar içerisinde kamu ve özel kesimin ağırlıkları ortaya konmuştur. Ayrıca ikincil piyasada kamu ve özel kesimin işlem hacimleri analiz edilerek sermaye piyasasındaki ağırlıkları oransal olarak incelenmiştir.

Para ve sermaye piyasasından sağlanan fonlar yıllar itibariyle ayrı ayrı belirtilerek: i)kendi içerisinde, ii)para arzı baz alınarak, iii)GSMH baz alarak ve iv)devlet borçları baz alınarak analize tabi tutulmuştur. Çalışmanın sonucunda ise Türk ekonomisinde 1990-2002 yılları arasında sermaye piyasasının ağırlığının kamu ve özel sektör açısından değerlendirilmesi yapılmıştır.

## 1-GİRİŞ

Az gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunları yatırımların finansmanında yeterli fon kaynaklarının bulunamamasıdır. Gelişmiş ülkelerde bu sorunlar büyük ölçüde sermaye piyasasına işlerlik kazandırılarak çözülmüştür. Özellikle özel şahıs ve kamu kurumlarının gerekli fon ihtiyaçları sermaye piyasasından sağlanmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasasının önemi anlaşılmasına rağmen 1980’ li yıllara kadar Türk mali piyasasında, sermaye piyasası yerini alamamıştır. Ancak 1981’ de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası kurumsal hale getirilmiş ve 1985 yılından sonra özellikle kamu kesimi başta olmak üzere, özel kesim ihtiyaçları olan uzun vadeli finansman kaynaklarını bu piyasadan sağlama yoluna gitmişlerdir. Böylece Türk sermaye piyasası 1986 yılından itibaren İMKB’ nin de kurulması ile Türk ekonomisinde etkisini göstermeye başlamıştır.

Türk ekonomisi için gereken finansman kaynaklarının en güvenli ve en önemlisi ulusal tasarruftur. Ekonomik büyüme hızının faktörü olan ulusal tasarrufların artırılması için bir çok tedbirler ve kararlar alınmıştır. Tabi ki Türkiye’ de toplam tasarruf arzı ile tasarruf talebi arasında ilişkiyi kurma ve dengeyi sağlama görevi mali piyasalarda faaliyet

gösteren mali kurumlarıdır. Bu kuruluşlar Merkez Bankası, ticari bankalar, yatırım ve kalkınma bankaları, diğer mali kurumlar ile sermaye piyasasıdır.

1990-2002 döneminde Türk ekonomisinin genel çerçevesini şöyle özetleyebiliriz:

- Kamu kurumlarının finansman kaynaklarına ihtiyaçlarının artması, bu kesimin büyük bütçe açığı vermesine neden olmuştur.
- Kamu kurumlarının bütçe açıklarının karşılanması için kullanılan Merkez Bankası kredilerinin yanında iç ve dış borçlanmaya başvurularak gerekli finansman kaynakları sağlanmıştır.
- Kamu kesiminin bütçe açıklarını kapatmak için yaptıkları iç borçlanma giderek artma eğilimi göstermiştir.
- 1980 yılından sonra kamu kesiminin iç borçlanma yoluna baş vurması, tahvil, bono, gelir ortaklığı senetleri ihraç ederek 1990-2002 yılında sermaye piyasası kaynaklarının stok olarak ortalama %80' ini akım olarak ise ortalama %85' ini kullanmıştır.
- 1990-2002 döneminde özel kesim kendilerine gerekli finansman kaynaklarını mevduat bankalarından sağlama yoluna gitmişlerdir. 1990-2002 yıllarında sermaye piyasası kaynaklarının stok olarak ancak ortalama %20' sini akım olarak ise ortalama %15' ini kullanabilmişlerdir .
- Bu dönemde Özel kesimde biriken kaynaklar kamu kesimine doğru kaymıştır. Bu durum kamu kesiminin izlediği politikaların özel kesimi dışlayıcı (crowding-out) etkisini ortaya koymuştur.
- 1990-2002 döneminde özel kesimin kaynaklarının kamu kesimine kaymasının en önemli sebebi, devlet tahvillerinde uygulanan yüksek faiz ve kamu güvencesidir.

KİT' ler ülkemizde 1960' lı yıllardan itibaren bütçe açığı veren kurumlar olmuşlardır. Özellikle 1970' li yıllardan sonra enflasyonist dönemin baskısı altında artan girdi maliyetleri ve sendikaların aşırı ücret istekleri, doğan grevler, kamu kurumlarının gelirlerinden çok giderler yapmaları çok büyük bütçe açıkları vermelerine neden olmuştur.

Türk ekonomisinde ithal edilmiş tasarruflar ekonominin toplam tasarruf arzında önemli bir yere sahiptir. İthal tasarrufları; işçi dövizleri, yabancı sermaye yatırımları, dış krediler ve dış yardımlar oluşturmaktadır.

İç tasarruflar Türk ekonomisinde yatırımların finansman kaynağını oluşturmada önemli bir etkidir. Ayrıca iç tasarrufların GSMH içindeki oranının artması ülke ekonomisini anti enflasyonist bir güce sahip kılmaktadır. Çünkü iç tasarruflar iç tasarruf açığını kapattığı ölçüde yani iç tasarrufla yapılan yatırım talebinin karşılanması ülkedeki enflasyonu önleyebilmektedir.

Türk ekonomisinin tasarruf arz ve talebinin dengesi sermaye piyasası, para piyasası, Merkez Bankası, ticari bankalar ve diğer finans kurumları tarafından sağlanmaktadır.

Türk ekonomisinde 1990-2001 yıllarında ekonominin genel dengesi Tablo-1'de verilmiştir:

**Tablo-1:Ekonominin Genel Dengesi(Cari Fiyatlarla)****(Milyar TL)**

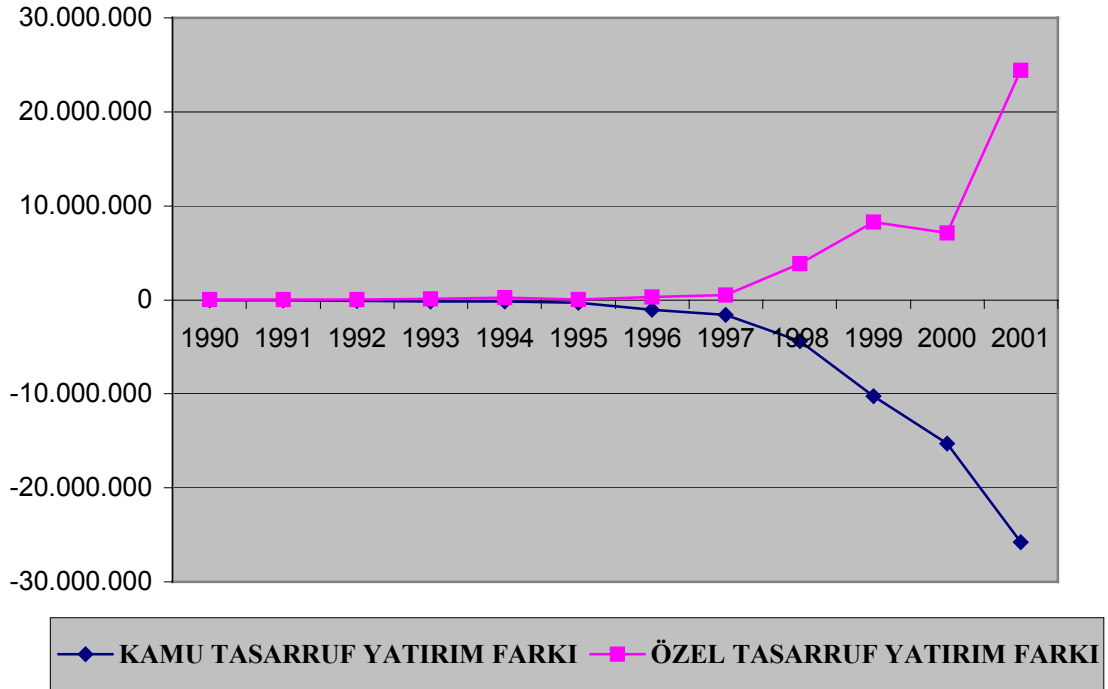
YILLAR	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GSMH	287.254	453.206	1.103.843	1.997.323	3.887.903	7.854.887	14.978.067	29.393.300	53.518.332	78.242.496	125.970.544	184.766.666
DIŐA AÇIK	6.810	-1.072	22.049	96.906	-57.320	253.729	722.322	1.117.100	566.538	1.961.393	8.176.976	1.369.901
TOPLAM KAYNAKLAR	294.064	452.135	1.125.654	2.094.229	3.800.590	8.108.617	15.700.389	30.510.400	54.064.869	80.203.889	134.147.521	186.136.567
TOPLAM YATIRIMLAR	74.883	100.530	259.976	551.136	809.695	1.988.499	3.690.310	7.389.800	12.711.101	18.500.242	31.037.739	30.315.155
1-SABİT SERMAYE YATIRIMI	64.580	102.930	258.406	525.506	952.322	1.892.225	3.757.812	7.728.400	13.034.212	17.261.864	28.414.469	34.024.186
(a)KAMU	28.097	47.030	81.295	143.977	192.052	329.515	764.426	1.733.100	3.254.394	4.833.325	8.709.004	10.509.245
(b)ÖZEL	36.483	55.363	177.111	381.529	760.270	1.552.710	2.990.396	5.995.300	9.779.319	12.428.540	19.705.465	23.514.941
2-STOK DEĞİŐMESİ	10.303	-1.863	1.569	25.630	-112.627	106.274	-67.502	-338.600	323.111	1.238.378	2.623.269	3.709.031
TOPLAM TÜKETİM	219.181	351.604	865.678	1.543.092	2.990.886	6.120.117	12.010.079	23.120.600	41.373.768	61.703.647	103.109.782	155.821.412
KAMU HARCANABİLİR GELİRİ	53.234	75.303	125.533	191.330	372.154	740.955	1.211.491	3.383.100	5.018.489	4.962.334	9.067.200	6.636.006
KAMU TÜKETİMİ	39.962	72.175	134.576	244.926	414.740	750.619	1.446.840	3.140.400	5.878.199	10.347.006	15.593.737	23.102.482
KAMU TASARRUFU	13.272	3.129	-9.043	-53.596	-42.589	-6.664	-255.362	242.600	-859.710	-5.384.672	-6.526.499	-16.466.476
KAMU YATIRIMI	34.676	47.703	74.643	145.538	141.420	299.575	796.975	1.866.000	3.533.700	4.866.648	8.774.175	9.333.285
TASARRUF YATIRIM FARKI	-21.404	-44.575	-83.686	-199.134	-184.009	-306.209	-1.052.307	-1.623.400	-4.393.504	-10.251.319	-15.300.674	-25.799.761
ÖZEL HARCANABİLİR GELİR	234.020	377.903	976.072	1.805.993	3.515.749	7.110.932	13.766.597	26.010.200	48.499.843	73.280.162	116.903.306	178.130.660
ÖZEL TÜKETİM	179.219	279.430	731.103	1.298.166	2.576.142	5.369.499	10.543.206	19.980.200	35.495.569	51.356.641	87.516.045	132.718.930
ÖZEL TASARRUF	54.801	98.474	246.970	507.827	909.606	1.741.434	3.223.350	6.030.000	13.004.274	21.923.521	29.387.261	45.411.731
ÖZEL YATIRIM	40.206	52.827	185.333	405.598	698.274	1.699.924	2.890.335	5.523.700	9.177.308	13.633.595	22.263.563	20.981.871
ÖZEL TASARRUF YATIRIM FARKI	14.595	45.646	61.636	102.228	241.332	52.510	300.015	506.300	3.826.966	8.289.927	7.123.698	24.429.860
ÖZEL TASARRUF ORANI	0,23	0,26	0,25	0,28	0,27	0,25	0,23	0,23	0,26	0,29	0,25	0,25
TOP.YURTİÇİ TASARRUFLAR	68.073	101.602	237.926	454.230	897.017	1.734.770	2.967.981	6.272.700	12.144.564	16.538.849	22.860.762	28.945.255
S.SERMAYE YATIRIMI/GSMH	0,23	0,22	0,23	0,26	0,25	0,24	0,25	0,26	0,24	0,22	0,23	0,18
YURTİÇİ TASARRUFLAR/GSMH	0,24	0,22	0,22	0,23	0,20	0,22	0,20	0,21	0,23	0,21	0,18	0,16

**Kaynak:HD TM,Başlıca Ekonomik Göstergeler,Kasım 2001**

Türk ekonomisinde 1990-2001 yıllarındaki ekonominin genel dengesi incelendiğinde;

GSMH cari fiyatlarla 1990 yılında 287.254 milyar TL iken 2001 yılında 125.970.544 milyar TL; 2001 yılında ise 184.766.666 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kamu kesimindeki gelir tüketim ilişkisinde meydana gelen tüketim yönündeki artış gelir tüketim dengesini bozarak tasarrufların negatif olarak artış göstermesine neden olmuş, bu da tasarruf-yatırım farklarının büyümesine neden olmuştur. 1990 yılında – 21.404 milyar TL iken; 2001 yılında 25.799.761 milyar TL tasarruf yatırım farkı meydana gelmiştir. Keza özel kesim tasarrufları yıllar itibariyle yükselerek devam etmiş ve tasarruflar 1990 yılında 54.801 milyar TL, 1991 yılında 98.474 milyar TL, 1993 yılında 507.827 milyar TL, 1998 yılında 13.004.274 milyar TL olarak gerçekleşmiş ve 2001 yılında ise 45.411.731 milyar TL' ye ulaşmıştır. Aynı şekilde özel yatırımlar da artmıştır. Fakat kamu kesiminde olduğu gibi tasarruf-yatırım farkı negatif olarak artmadığı görülmektedir. Bu farklar 1990 yılında 14.595 milyar TL iken 2001 yılında 24.429.860 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik-1: Özel ve Kamu Kesimi Tasarruf Yatırım Farkı**



Grafik 1' de görüldüğü gibi kamu tasarruf –yatırım farkı sürekli olarak negatif eğilimli bir artış gösterirken; özel tasarruf-yatırım farkı sürekli olarak pozitif eğilimli bir artış göstererek her iki kesim arasında yatırım-tasarruf farkı açısından bir uçurum oluştuğu görülmektedir.

Buraya kadar ele aldığımız ekonominin genel dengesi içerisinde özel tasarruf-yatırım farkı yıllar itibariyle pozitif değerler ile artış göstererek yatırımların finansmanında başarılı olmaktadır. Oysaki kamu kesimi tasarruf-yatırım farkı yıllar itibariyle negatif değerlerle büyük açıklar vererek kamu yatırımlarının finansmanını karşılayamamakta ve kaynak ihtiyacı içerisinde olduğu görülmektedir. Şimdi bu durumu kamu kesimi genel dengesini inceleyerek daha net bir şekilde görebiliriz.

Yukarıda yer alan Tablo-1' de görüldüğü gibi kamu kesiminin genel dengesi incelendiğinde; kamu tasarrufları 1992 yılından itibaren negatif değerli bir artış

sergileyerek yatırımları karşılayamaz bir durum almıştır. Yatırım-tasarruf farkı incelendiğinde bu durum açıkça görülecektir. Kamu kesiminin tasarruf -yatırım farkı 1990 yılında -21.404 milyar TL iken; bu değer 1993 yılında -199.134 milyar TL, 1996 yılında -1.052.307 milyar TL, 1998 yılında -4.393.504 milyar TL ve son olarak 2001 yılında ise -25.799.761 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Görüldüğü gibi kamu kesimi tasarruf-yatırım farkı 1994 yılındaki küçük çaplı düşüş dışında 1990 yılından itibaren sürekli bir büyüme göstermiştir. Kamu kesimi bu açıkları kapatmak için iç ve dış borç kullanımlarını artırmıştır. Örneğin 1990 yılında 57.180 milyar TL olan iç borç stoku sürekli artarak 1995 yılında 1.361.009 milyar TL ve 2002 yılında 123.290.178 milyar TL'ye ulaşmıştır. Dış borç stoku 1990 yılında 49.035 milyon dolar iken; bu borç stoku 1995 yılında 73.278 milyon dolara, 2001 yılında ise 115.110 milyon dolara çıkmıştır. Aşağıdaki Tablo 2' de Kamu İktisadi Teşebbüslerinin finansman dengesi verilmiştir.

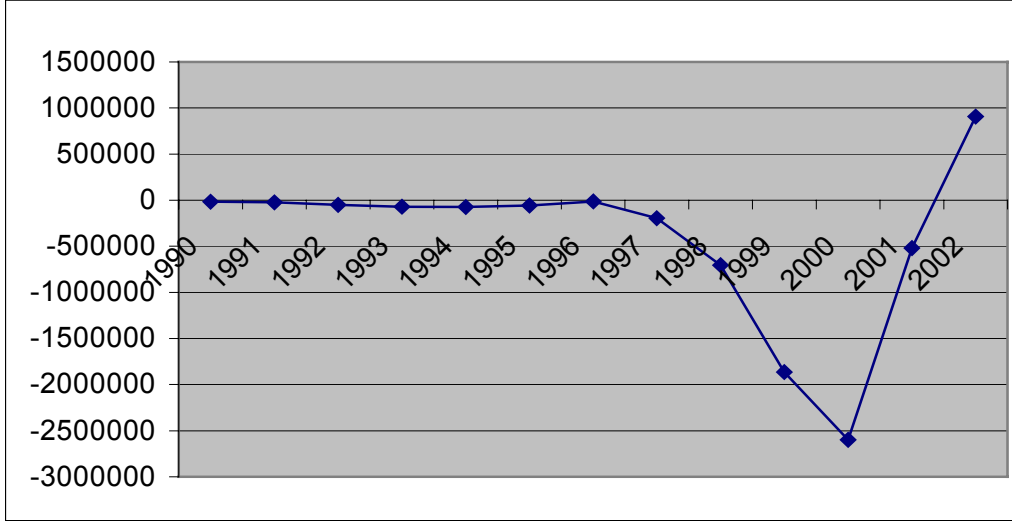
**Tablo-2 : Kamu İktisadi Teşebbüsleri Finansman Dengesi**

(Milyar TL)

YILLAR	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 r	2002 T
SABİT SERMAYE YATIRIMLARI	-10.028	-14.576	-22.692	-38.266	-53.061	-78.589	-164.768	-377.067	-891.707	-1.326.697	-2.206.608	-2.779.062	-3.900.000
STOKLARDAKİ DEĞİŞİM	-12.908	-13.931	-15.371	-33.117	-48.478	-56.241	-202.118	-524.970	-857.255	-1.081.676	-1.125.332	-1.492.884	-1.489.400
SABİT KIYMETLER DEĞİŞİMİ	-150	-1.469	-547	-1.963	-6.158	11.031	-17.850	-12.387	23.347	-42.074	138.721	-438.976	-350.691
İŞTİRAKLER SERMAYE ARTIŞI	-80	-52	-146	-89	-705	-389	-3.580	-1.875	-12.596	-10.597	-18.91	-6.677	-1.223
FON ÖDEMELERİ	-196	-264	-393	-574	-828	-3.370	-10368	-24.832	-64.078	-95.765	-82.003	-73.035	-142.391
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI	-23.362	-30.292	-39.149	-74.010	-109.230	-127.557	-398.684	-941.131	-1.802.290	-2.556.809	-3.294.132	-4.790.633	-5.883.705
BÜNYE İÇİ FONLAR	4.320	-6.717	-19.841	-26.159	11.090	131.158	325.237	581.013	840.017	125.143	-454.63	2.615.093	4.161.246
Yedekler	-4.129	-27.932	-49.284	-65.927	-111.482	-30.685	89.049	219.442	211.704	-867.988	-1.753.112	-1.731.249	-71.85
Amortismanlar	5.768	8.525	14.207	21.364	44.242	100.110	147.156	259.541	390.269	600.523	941.463	1.801.485	2.568.847
Karşılıklar	711	1.326	1.942	3.006	10.592	16.141	8.687	11.836	22.058	37.269	153.575	213.803	265.942
Kur farkı karşılığı	1.613	10.346	13.288	15.145	67.738	45.592	80.345	90.194	215.985	355.340	203.444	2.331.054	1.398.306
Haz.dışı ort.ser.payı	357	1.017	7	253	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KURUM DIŞI FİNANSMAN KAYNAĞI	-19.042	-37.009	-58.990	-100.169	-98.140	3.602	-73.447	-360.118	-962.273	-2.431.666	-3.748.761	-2.175.540	-1.722.459
BÜTÇE TRANSFERLERİ	1.749	13.537	9.749	30.858	24.744	54.874	61.320	165.700	256.609	568.802	1.149.057	1.656.683	2.630.000
Sermaye	1.229	11.426	8.982	26.594	24.346	54.325	52.111	162.130	238.349	470.852	1.082.717	1.540.000	1.835.000
Görev zararı	378	1.943	495	3.880	0	0	8.297	2.050	14.960	93.000	58.056	100	370
Yardım	142	168	272	385	398	549	912	1.520	3.300	4.950	8.284	16.683	425
Geliştirme ve destek fonu	565	949	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>KİT BORÇLANMA GEREĞİ</b>	-16.728	-22.523	-49.241	-69.311	-73.396	-58.476	-12.127	-194.417	-705.663	-1.862.864	-2.599.704	-518.857	907.541
Ertelenen ödemeler	13.138	24.007	46.919	75.371	211.366	197.075	409.898	892.431	1.747.900	2.675.562	3.235.133	3.076.862	2.991.487
Peşin ödemeler	-4.540	-12.398	-12.230	-38.196	-95.913	-159.041	-179.126	-601.399	-1.183.365	-1.320.693	-1.510.646	-2.610.352	-4.123.877
Nakit ihtiyacı	-8.130	-10.915	-14.552	-32.138	42.057	96.510	218.644	96.614	-141.130	-507.995	-875.218	-52.348	-224.849
Finansman	8.130	10.915	14.552	32.138	-42.057	-96.510	-218.644	-33.580	141.130	507.995	875.218	52.348	224.849
Kasa banka değişimi	-509	-1.943	-6.697	-7.086	-18.055	-56.674	-177.449	-156.333	-314.583	-248.020	-79.204	-514.836	-103.174
Menkul kıymetler mevduat	348	2.078	1.387	-2.035	-13.270	-40.073	33.043	-161.791	-102.268	119.638	-58.346	-304.552	-626.188
İç borçlanma	5.900	11.021	2.941	27.868	-17.760	7.524	-35.284	195.089	202.783	57.518	-9.126	-282.255	41.158
Merkez bankası	0	3.829	-731	8.416	-11.784	231	0	0	0	591	0	1.543	197
Ticari bankalar	5.758	7.204	4.010	19.497	-7.168	7.795	-35.284	195.089	202.783	56.927	-9.126	-283.798	40.961
Eximbank	142	-11	-339	-45	1.192	-502	0	0	0	0	0	0	0
Dış borçlanma net	2.391	-241	2.413	-1.316	-6.823	-13.526	-58.920	26.421	339.849	578.858	1.021.894	1.153.991	913.052
Kullanım	7.010	6.794	9.076	6.444	19.086	25.232	65.455	82.746	378.635	663.138	1.279.488	2.480.563	3.833.894
Ödemeler	-4.619	-7.035	-6.664	-7.760	-25.909	-39.759	-124.375	-56.325	-39.786	-84.280	-257.593	-1.326.572	-2.920.842
Devlet tahvili	0	0	14.509	14.707	13.850	6.240	19.966	0	15.349	0	0	0	0
KİT borçlanma gereği/GSMH	4,21	3,55	4,46	-3,47	-1,89	0,74	-0,08	-0,66	-1,33	-2,38	-2,06	-0,28	0,32

**Kaynak : HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Kasım 2001**

**Grafik-2 : KİT Borçlanma Gereği**



Yukarıdaki KİT borçlanma gereği grafiğini incelediğimizde yatırım-tasarruf farkının negatif olarak artış göstermesinden kaynaklanan fon sıkıntısı borçlanma gereğini doğurmuş ve bu da yıllar itibariyle, birkaç yıl hariç, KİT borçlanma gereğinin negatif eğilimli sürekli bir artış göstermesine neden olmuştur. Ancak 2001 yılının ikinci yarısından itibaren uygulanan IMF politikaları gereği artıya geçmiştir.

Kamu kesiminin finansman ihtiyacının yıllara göre üssel büyümesi önemli ölçüde kamunun sermaye piyasası üzerindeki baskısını artırmakta ve akım halindeki kaynakların %85' ini kullanılmasına sebep olmaktadır. Bu olgu Türk Sermaye Piyasası ve Türk ekonomisi için çarpık bir yapılanmanın varlığını göstermektedir.

## II-TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASINDAN SAĞLANAN FONLAR

Buraya kadar Türk ekonomisinin genel dengesini ve kamu kesiminin finansal dengesini kısaca inceleyerek, kamu kesiminin içerisinde bulunduğu fon girdabını göstermeye çalıştık. Kamu kesiminin bu durumu sermaye piyasasını doğrudan etkileyerek ekonomi üzerinde pres etkisi yapmaktadır.

Sermaye Piyasasından kamu ve özel sektör yararlanmaktadır. Bu iki sektörün fon talep yapısı farklı olduğundan sermaye piyasasında iki fon akımı karşımıza çıkmaktadır: i)Akım halinde fon; ii)stok halinde fon. Bu iki fon incelendiğinde aralarındaki fark daha iyi görülebilir.

### 2.1.Sermaye Piyasasından Sağlanan Akım Halindeki Fonlar

Sermaye piyasasında işlem gören menkul değerlerin vadeleri birbirinden çok farklıdır. Örneğin hisse senetlerinin vadesi sonsuz süre kabul edilirken, tahvillerin vadesi maksimum yedi yıldır. Buna karşılık hazine bonolarının ve devlet tahvillerinin vadeleri genellikle 39 hafta civarında oluşmaktadır. Bu durumda yıl içinde ihraç edilen büyük fon



hareketlerinin oluştuğu görülmektedir. Buna karşılık vadelerin bir yılın ötesine uzanması halinde menkul değer stokları karşımıza çıkmaktadır. Aşağıdaki Tablo 3' te akım halinde Sermaye piyasasındaki fon hareketleri gösterilmektedir:

Tablo-3 incelendiğinde yıl içerisinde sermaye piyasasından sağlanan fonların ortalama %85' i kamu kesimi tarafından ve ortalama %15' i de özel kesim tarafından kullanıldığı görülmektedir. Bu iki oran bize sermaye piyasasının kamu güdümünde olduğunu, özel kesimin fonların fiyatının belirlenmesinde fazla etken olmadığı, kamu desteğinin sermaye piyasasından çekilmesi halinde tesis edilmiş olan dengenin bozulacağını ve Türk ekonomisi için önemli kaynak merkezi olan sermaye piyasasının bu görevi yerine getiremediğini göstermektedir. Bu bağlamda yatırımcıların hisse senetleri gibi reel yatırımlardan çok rant geliri sağlayan hazine bonosu ve tahvillere yöneldiğini göstermektedir.

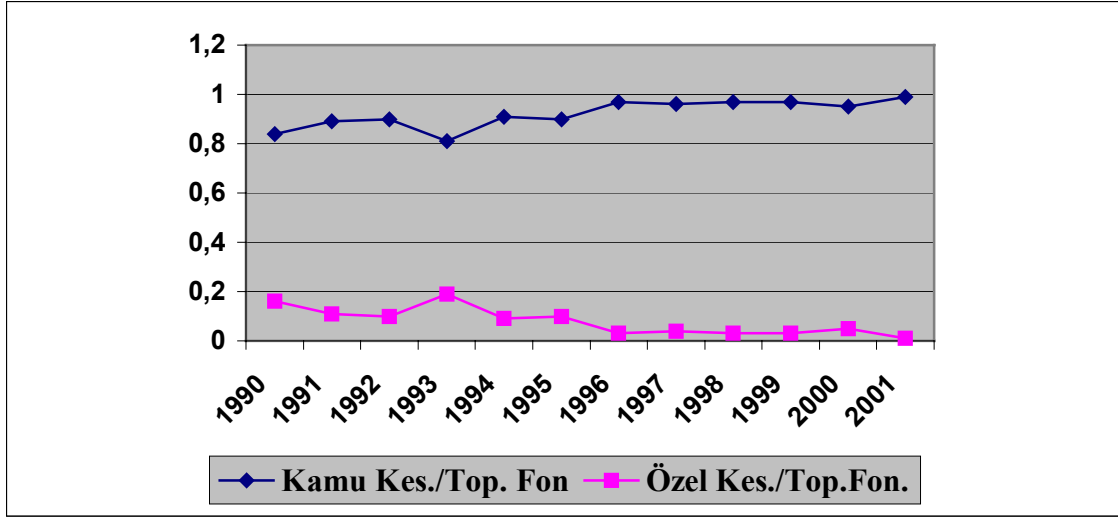
**Tablo-3:**Sermaye Piyasasından Sağlanan Akım Halindeki Fonlar

(Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Kesimi	21.713	47.135	175.574	334.597	880.993	1.553.758	5.286.051	6.259.962	14.254.326	26.886.408	32.468.545	209.613.235
<b>Kamu kes./Top. Fon</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>	<b>0,90</b>	<b>0,81</b>	<b>0,91</b>	<b>0,90</b>	<b>0,97</b>	<b>0,96</b>	<b>0,97</b>	<b>0,97</b>	<b>0,95</b>	<b>0,99</b>
Devlet Tahvili	12.670	12.291	74.971	150.090	186.593	343.345	1.247.869	3.185.561	4.708.066	20.027.770	26.685.862	164.183.336
Hazine Bonosu	8.443	34.277	95.926	179.151	647.752	1.210.413	3.722.028	3.074.401	9.546.260	6.858.638	5.782.683	45.429.899
Gelir Ort. Senedi	600	1.364	4.677	5.356	46.648	0	316.154	0	0	0	0	0
Özel Kesim	4.116	5887	18.161	75.363	76.864	165.967	146.293	286.430	509.701	711.279	1.753.442	2.420.773
<b>Özel Kes./Top.Fon.</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,19</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>	<b>0,01</b>
Hisse Senedi	1.807	3.607	4.812	8.275	32.256	42.773	89.247	215.470	440.099	665.309	1.302.366	1.679.896
Özel Sektör Tahvili	762	814	778	785	540	1.883	1.229	1.495	2.533	0	0	0
Banka Bonosu	330	726	770	2.388	2.025	1.300	2.363	9.935	0	0	12.471	147.696
Finansman Bonosu	238	660	845	1.198	213	1.533	2.880	2.200	0	0	0	0
Kar-Zarar Ort. Belgesi	4	15	60	0	0	300	0	0	0	0	0	0
Katılma Belgesi	975	65	92	5.355	2.203	4.249	8.945	34.330	56.069	45.970	438.605	593.181
VDMK	0	0	10.804	57.362	39.627	113.929	41.629	23.000	11.000	0	0	0

**Kaynak:**Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, 2002

**Grafik-3:**Sermaye Piyasasından Sağlanan Akım Halindeki Fonlarda Özel ve Kamu Kesiminin Payı



Yukarıdaki Grafik-3 incelendiğinde gerçekten de kamu kesiminin sermaye piyasasında ağırlığının çok fazla olduğu ve özel kesimin ağırlığının aksine düşük seviyede olduğu görsel olarak açıkça görülmektedir.

Böyle bir olgu özel kesim yatırımları için yeterli fonun sağlanamaması ve yüksek kaynak maliyeti anlamına gelir. Sonuçta Türk ekonomisi hedeflenen büyüme hızına ulaşmada ve dış dünyaya entegre olmada zorlanmaktadır.

## 2.2.Sermaye Piyasasından Sağlanan Stok Halindeki Fonlar

Yukarıda yer alan Tablo-3' te yıllar itibariyle akım halindeki fonların durumu incelenmiştir. Buradaysa yıl sonu itibariyle stok halindeki menkul değerler incelenecektir.

**Tablo-4:**Sermaye Piyasası Menkul Kıymet Stokları

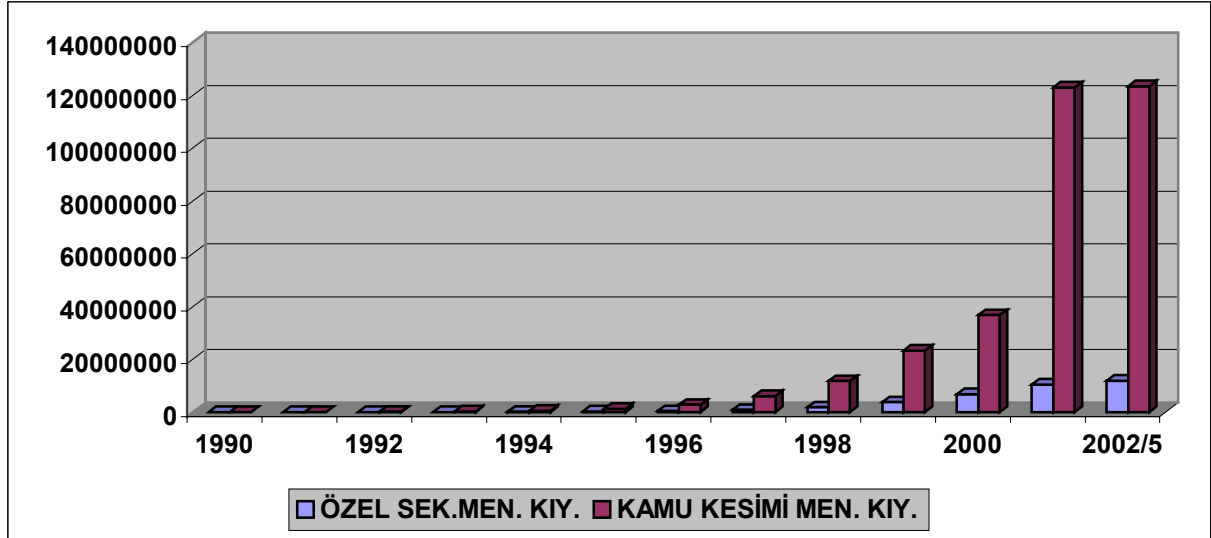
(Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002/5
<b>ÖZEL SEK.MEN. KIY.</b>	<b>16.076</b>	<b>34.472</b>	<b>51.566</b>	<b>74.152</b>	<b>130.881</b>	<b>295.453</b>	<b>441.392</b>	<b>931.293</b>	<b>1.898.773</b>	<b>3.795.736</b>	<b>6.867.980</b>	<b>10.517.096</b>	<b>11.875.478</b>
Hisse senedi	14.476	32.304	49.139	71.286	109.239	223.804	424.725	909.295	1.885.946	3.793.195	6.866.817	10.515.933	11.875.478
Tahvil	1.391	1.636	1.671	1.668	1.412	2.354	2.719	3.897	5.494	2.533	1.163	1.163	0
Fin. Bonosu	209	532	756	1.198	213	1.533	2.880	2.200	0	0	0	0	0
<b>ÖSMD/TOP. STOK</b>	<b>0,39</b>	<b>0,44</b>	<b>0,28</b>	<b>0,22</b>	<b>0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
<b>KAMU KES. MEN. KIY.</b>	<b>25.370</b>	<b>44.700</b>	<b>134.874</b>	<b>270.087</b>	<b>597.915</b>	<b>1.202.333</b>	<b>2.848.909</b>	<b>6.093.227</b>	<b>11.789.178</b>	<b>23.302.854</b>	<b>36.802.214</b>	<b>122.930.010</b>	<b>123.504.645</b>
Devlet tahvili	18.801	24.678	86.388	189.713	232.825	511.769	1.250.154	3.570.811	5.771.980	19.683.393	34.362.937	102.169.784	98.174.402
Hazine Bonosu	5.469	18.258	42.247	64.488	304.230	631.298	1.527.837	2.374.990	5.840.906	3.236.753	2.057.684	20.029.334	24.603.649
Gelir Ort.Sen.	800	100	0	0	20.380	12.419	4.457	0	0	0	0	0	0
Döviz End.Sen.	300	1.663	6.240	15.886	40.480	21.847	13.660	0	0	0	0	0	0
<b>KKMD/TOP. STOK</b>	<b>0,61</b>	<b>0,56</b>	<b>0,72</b>	<b>0,78</b>	<b>0,82</b>	<b>0,80</b>	<b>0,87</b>	<b>0,87</b>	<b>0,86</b>	<b>0,86</b>	<b>0,84</b>	<b>0,92</b>	<b>0,91</b>
<b>TOPLAM</b>	<b>41.446</b>	<b>79.172</b>	<b>186.440</b>	<b>344.239</b>	<b>728.796</b>	<b>1.497.786</b>	<b>3.290.301</b>	<b>7.024.521</b>	<b>13.687.951</b>	<b>27.098.589</b>	<b>43.670.194</b>	<b>133.447.105</b>	<b>135.380.123</b>

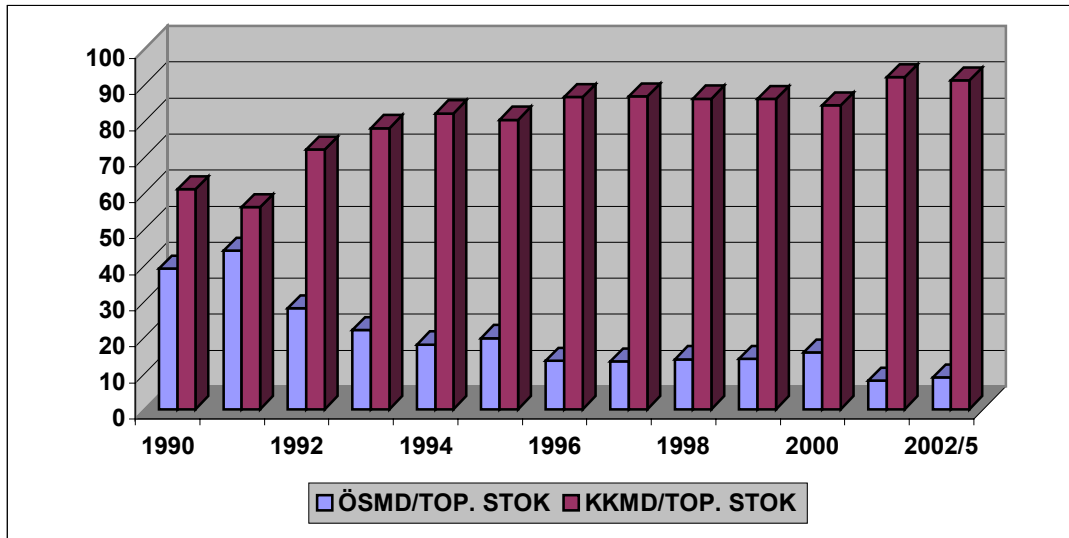
**Kaynak:** Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, 2002

Tablo-4 stok halinde menkul değerleri ve toplamını vermektedir. Stok halinde menkul değerlerde özel kesimin payı en düşük 2001 yılında %8 ve en yüksek 1991 yılında %44 olarak gerçekleşmiştir. Kamu kesiminin ise stok halindeki menkul kıymetlerdeki payı en düşük 1991 yılında %56 ve en yüksek 2001 yılında %92 olarak gerçekleşmiştir. Daha önce ifade edildiği gibi özel kesim uzun vadeli fon tedarikine ağırlık verirken; kamu kesimi yıl içi ihtiyaçları karşılamaya ağırlık vermektedir. Daha önce belirtildiği gibi akım halindeki fonlarda özel kesimin payı %15 ve kamu kesiminin payı ise %85 idi(ortalama olarak); stok halindeki fonlarda ise özel kesimin payının ortalama %20 ve kamu kesiminin payının ise ortalama %80 olduğu görülmektedir.

**Grafik-4:**Özel Kesim Menkul Kıymet Stoku ve Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stoku



**Grafik-5:**Özel ve Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stoklarının Toplam Stoklar İçindeki Payları



Yukarıdaki Grafik-4 ve Grafik-5' te sermaye piyasasından stok olarak sağlanan fonlar oransal ve tutar olarak verilmiştir. Bu grafikleri incelediğimizde stok olarak sağlanan fonlarda da kamunun ağırlıkta olduğu ve özel kesime kıyasla uçurumun ne kadar büyük olduğu rahatlıkla görülmektedir.

### 2.3.İkincil Piyasalarda Fon Akımları

İkincil piyasalar, birincil piyasalarda olduğu gibi kamu ve özel kesime fon tedarik etmez. Daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymet yatırımlarının çözülmesi ve el değiştirmesinden oluşur. Bu piyasaların canlılığı birincil piyasalara pompa görevi görür. Aşağıdaki Tablo-5’ te kamu kesiminin ve özel kesimin işlem hacimleri oran olarak görülmektedir:

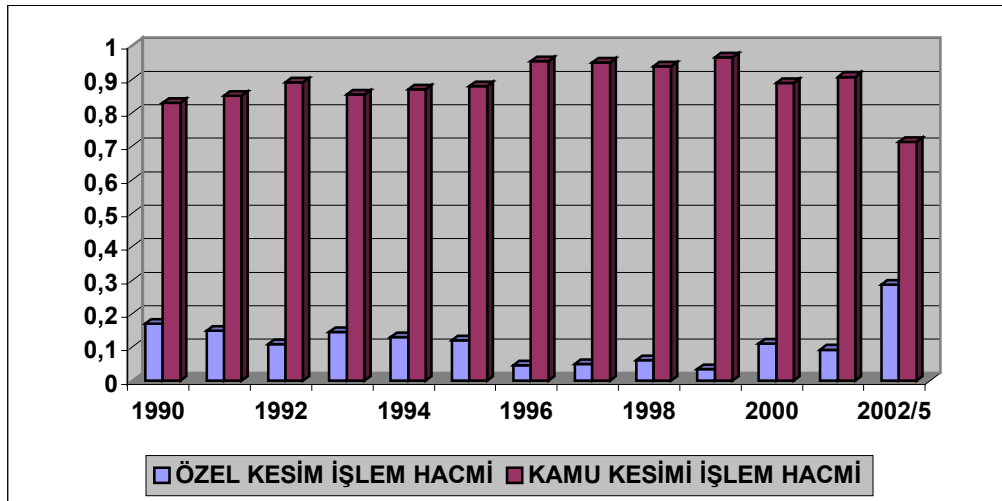
**Tablo-5:İkincil Piyasalarda Kamu Kesimi ve Özel Kesimin İşlem Hacimlerinin Yüzde Oranı**

YILLAR	ÖZEL KESİM İŞLEM HACMİ	%	KAMU KESİMİ İŞLEM HACMİ	%	TOPLAM İŞLEM HACMİ
1990	20.022,8	0,17	96.565,9	0,83	116.588,8
1991	48.863,5	0,15	578.794,7	0,85	327.658,2
1992	72.234,8	0,11	609.976,0	0,89	681.910,8
1993	296.506,5	0,15	1.734.098,8	0,85	2.030.605,3
1994	798.553,3	0,13	5.364.154,7	0,87	6.162.708,0
1995	2.673.895,5	0,12	19.573.696,1	0,88	22.247.591,6
1996	3.456.416,3	0,05	70.523.721,9	0,95	73.980.138,2
1997	9.284.711,5	0,05	176.508.115,0	0,95	185.792.826,5
1998	18.173.773,3	0,06	280.411.249,3	0,94	298.585.022,5
1999	37.070.222,9	0,03	1.048.352.136,4	0,97	1.085.422.359,3
2000	111.941.175,9	0,11	893.728.767,7	0,89	1.005.669.943,5
2001	93.658.588,1	0,09	914.466.862,3	0,91	1.008.125.450,5
2002/5	39.557.368,0	0,29	98.455.660,2	0,71	138.013.028,0

**Kaynak:**Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

Yukarıdaki Tablo-5 incelendiğinde kamu kesiminin ikincil piyasada da ağırlıkta olduğu görülmektedir. Özel kesimin ikincil piyasadaki işlem hacmi en düşük 1999 yılında %3 ve en yüksek 2002 yılının ilk beş aylık döneminde %29 iken; kamu kesiminin ikincil piyasadaki işlem hacmi en düşük 2002 yılının ilk beş aylık döneminde %71 ve en yüksek 1999 yılında %97 olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik-6:Özel ve Kamu Kesimi İşlem Hacimlerinin Yüzde Dağılımı**



Yukarıdaki Grafik-6' da sermaye piyasasında ikincil piyasalardaki işlem hacimleri özel ve kamu kesimi olarak oransal olarak gösterilmiştir. Bu grafiği incelediğimizde ikincil piyasada kamu kesiminin yine, özel kesime göre, ağırlığının çok fazla olduğu sonucu görülmektedir.

### III-SERMAYE PİYASASINDAN VE PARA PİYASASINDAN SAĞLANAN FONLARIN ANALİZİ

Sermaye piyasasından akım ve stok olarak sağlanan fonları yukarıda incelemiştir. Menkul değerler stoku vadeleri bir yılın ötesine uzanan değerleri kapsamaktadır. Dolayısıyla para piyasasından farklıdır. O halde para piyasasından sağlanan fonların miktarı nedir?

Para arzının tamamı ekonomide aktif para olarak kullanılmamaktadır. Bir kısmı sermaye piyasasında kullanılmaktadır. Bu durumda en isabetli yaklaşım ekonominin kredi stoklarından hareket etmektir. Aşağıdaki Tablo-6'da menkul değer stoku, kredi stoku ve toplam stoklar yer almakta olup tabloda yer alan rakamlar analizler için esas alınmıştır. Tablo-7'de ise Tablo-6'da yer alan rakamlar yüzde olarak verilmiştir.

**Tablo-6:**Menkul Değer Stoku,Kredi Stoku ve Toplam Stok

(Milyar TL)

YILLAR	MENKUL DEĞER STOKU	KREDİ STOKU	TOPLAM STOK
1990	41.446	76.495	117.641
1991	79.172	130.796	209.968
1992	186.440	210.240	396.680
1993	344.239	453.771	798.010
1994	728.796	773.943	1.482.721
1995	1.497.786	1.622.660	3.027.683
1996	3.290.301	3.660.766	6.841.662
1997	7.024.521	7.942.956	14.804.148
1998	13.687.951	11.773.390	25.277.716
1999	27.098.589	17.370.922	44.086.796
2000	243.670.194	28.152.100	271.822.294
2001	133.447.105	34.047.000	167.494.105
2002/5	135.380.123	34.084.400	169.464.523

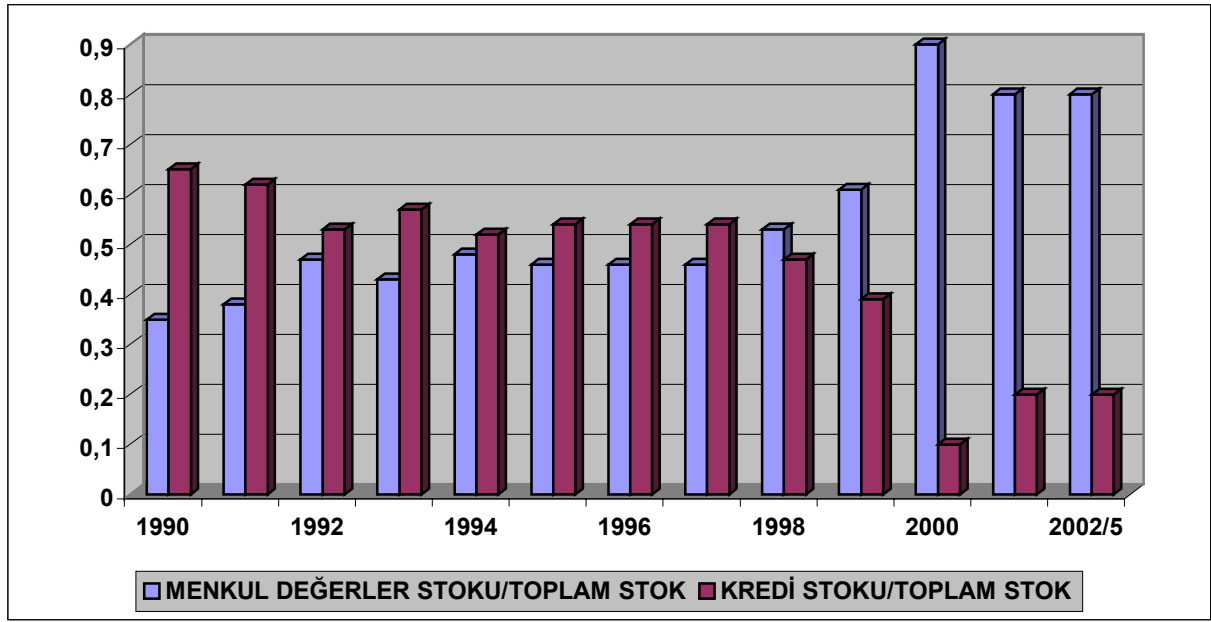
**Kaynak:**Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

**Tablo-7:**Yüzde Olarak Menkul Değer ve Kredi Stoku

YILLAR	MENKUL DEĞERLER STOKU/TOPLAM STOK	KREDİ STOKU/TOPLAM STOK
1990	0,35	0,65
1991	0,38	0,62
1992	0,47	0,53
1993	0,43	0,57
1994	0,48	0,52
1995	0,46	0,54
1996	0,46	0,54
1997	0,46	0,54
1998	0,53	0,47
1999	0,61	0,39
2000	0,90	0,10
2001	0,80	0,20
2002/5	0,80	0,20

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

**Grafik-7:Yüzde Olarak Menkul Değer ve Kredi Stoku**



Yukarıdaki Grafik-7’ de menkul değer stokunun toplam stok içerisindeki payı ile kredi stokunun toplam stok içerisindeki payları oransal olarak yer almaktadır. Bu grafiğe göre 1998 yılına kadar genel ekonomi içerisinde para piyasasının ağırlığı varken; 1998 yılından itibaren sermaye piyasasının ağırlık kazanmaya başladığı görülmektedir.

Yukarıdaki Tablo-6 ve Tablo-7’de yer alan stoklar aşağıda;

- Kendi içerisinde,
- Para arzı baz alınarak ,
- GSMH baz alınarak ,
- Devlet borçları baz alınarak analize tabi tutulmuştur.

### 3.1.Kendi İçerisinde Analiz

Tablo-6’ ya göre yer alan menkul değer ve kredi stoklarının yüzde oranları Tablo-7’de düzenlenmiştir. Bu tablolara göre 1990 yılında 117.641 milyar lira olan toplam stokların %35’ i sermaye piyasasına ve %65’ i para piyasasına aittir. Tablo-7’ ye göre genel ekonomi içerisinde sermaye piyasasının ağırlığı 1990 yılında 0,35 iken bu oran 1993 yılında 0,43; 1996 yılında 0,46’ ya çıkmış ve bu yıldan sonra bu artış devam ederek 2002 yılının ilk beş aylık döneminde 0,80’ e ulaşmıştır.

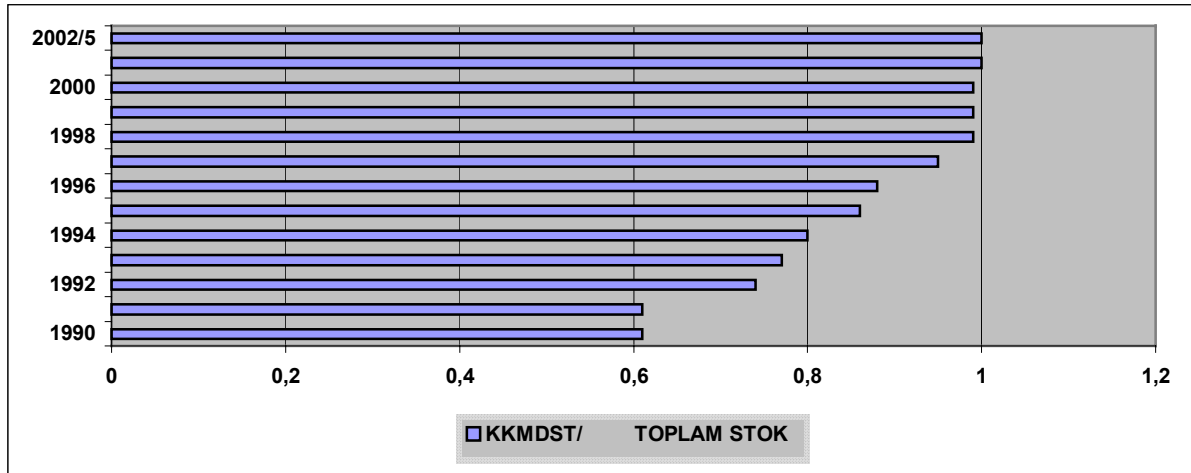
**Tablo-8:Kamu Kesiminin Sermaye ve Para Piyasalarında Toplam Stokları (Milyar TL)**

YILLAR	KAMU KESİMİ KREDİ STOKU	KAMU KESİMİ MENK. DEĞ. STO.	KAMU KESİMİ TOPLAM STOKU	KKMDST/ TOPLAM STOK
1990	15.884,2	25.370	41.253,9	0,61
1991	28.256,2	44.700	72.955,0	0,61
1992	46.812,9	134.874	181.687,1	0,74
1993	82.936,2	270.087	353.023,6	0,77
1994	148.207,8	597.915	746.122,7	0,80
1995	193.521,3	1.202.333	1.370.853,9	0,86
1996	373.195,7	2.848.909	3.123.768,3	0,88
1997	339.199,0	6.093.227	6.285.000,0	0,95
1998	1.559,0	11.789.178	11.614.445,0	0,99
1999	2.913,0	23.302.854	25.884.939,0	0,99
2000	1.700,0	36.802.214	36.803.914,0	0,99
2001	0	122.930.010	122.930.010,0	1,00
2002/5	0	123.504.645	123.504.645,0	1,00

**Kaynak:**Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002



**Grafik 8:** Kamu Kesimi Menkul Değer Stokunun Toplam Stoklar İçerisindeki Payı



Bu kez Tablo-8’ de yer alan kamu kesimi kredi stoklarını bulur ve bunu kamu kesimi menkul değer stoklarına ilave edersek kamunun toplam ağırlığını bulmuş oluruz.

Bu tabloların analizine göre :

1. Kamu kesimi sermaye piyasasında akım halindeki fonların ortalama %85’ ini kullanmaktadır. Özel kesimin payı ise %15’ tir.
2. Kamu kesimi menkul değer stoku olarak, Sermaye Piyasasındaki fonların ortalama (1990-2002) %80’ ini kullanmış ve özel kesim ise ancak %20’ sini kullanabilmiştir.
3. Kamu kesimi menkul değer stoklarının toplam stoklar içerisindeki payı 1990-2002 yılları itibariyle ortalama %80 iken; kamu kesimi kredi stoklarının toplam stoklar içerisindeki payı yine aynı dönemler itibariyle ortalama %15’ tir. Bunun anlamı kamu kesimi ağırlıklı olarak sermaye piyasasından borçlanmakta; bankalardansa özel kesim borçlanmaktadır. Özel kesimin bankalara borçlanması kamu kesiminin yaklaşık 6 katı daha fazladır.
4. Stok olarak, Tablo-8’e göre, kamu kesimi sermaye piyasasında ortalama %80 ağırlığa sahiptir. Kamu kesiminin Para piyasasında ağırlığı ise %15’ tir. Bu durumda kamu kesimi sermaye piyasasında; özel kesim ise para piyasasında ağırlığa sahiptir.

### 3.2.Para Stoku Baz Alınarak Analiz

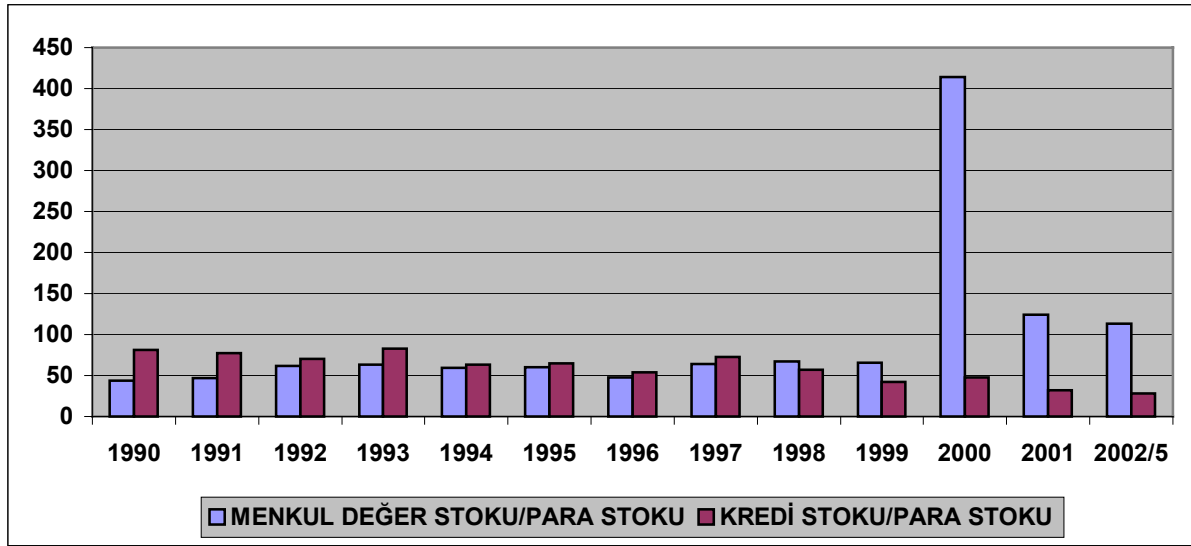
Dolaşımdaki para; mevduatlar, döviz tevdiat hesapları ve Merkez Bankası’ ndaki mevduat toplamında yer almıştır. Aşağıdaki Tablo-9’ da para arzına göre menkul kıymet stokları yer almaktadır.

**Tablo-9:**Para Arzına Göre Menkul Kıymet Stoku ve Kredi Stoku (Milyar TL)

YILLAR	PARA STOKU (M2Y-M2)+M3	MENKUL DEĞ.STOKU	%	KREDİ STOKU	%
1990	94.770	41.446	44	76.495	81
1991	169.362	79.172	47	130.796	77
1992	302.004	186.440	62	210.240	70
1993	549.683	344.239	63	453.771	83
1994	1.229.541	728.796	59	773.943	63
1995	2.482.609	1.497.786	60	1.622.660	65
1996	6.803.524	3.290.301	48	3.660.766	54
1997	10.947.778	7.024.521	64	7.942.956	73
1998	20.510.883	13.687.951	67	11.773.390	57
1999	40.998.981	27.098.589	66	17.370.922	42
2000	58.834.567	243.670.194	414	28.152.100	48
2001	107.734.533	133.447.105	124	34.047.000	32
2002/5	120.076.047	135.380.123	113	34.084.400	28

**Kaynak:**T.C.Merkez Bankası, İstatistiki Veriler, 2002- Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

**Grafik 9: Para Arzına Göre Menkul Değer Stoku ve Kredi Stoku**



Yukarıdaki Tablo-9’ da para stoklarına oranlanmış menkul kıymet stoklarının %17 ile %414 arasında seyir gösterdiği ve kredi stokunun ise %28 ile %83 arasında değişen bir ağırlık taşıdığı görülmektedir.

Tablo-9 incelendiğinde hem kredi stoklarında hem de menkul kıymet stoklarında 2000 yılında bir şişme olduğu görülmektedir. Menkul değer stoklarındaki bu artışın sebebi kamu kesiminin borç stokunun yükselmesi ve özel sektörde özellikle şirket hisse senetlerinin hacim olarak yükselişidir.

Ayrıca bu oranlar bize ekonominin likit hale geldiğini, nisbi olarak kredi stoklarına oranla sermaye piyasası stoklarının arttığını, dolayısıyla ekonomideki ağırlığının çoğaldığını göstermektedir.

### 3.3.GSMH Baz Alınarak Analiz

GSMH ekonominin bir yılda üretmiş olduğu mal ve hizmetlerin nihai toplamını ifade eder. Bu sebeple ekonomik karşılaştırmalar için önemli bir göstergedir. Aşağıdaki Tablo-10’ da GSMH ile menkul değer stokları ve kredi stokları karşılaştırılmıştır.

**Tablo-10:GSMH’ ya Göre Menkul Değer ve Kredi Stokları**

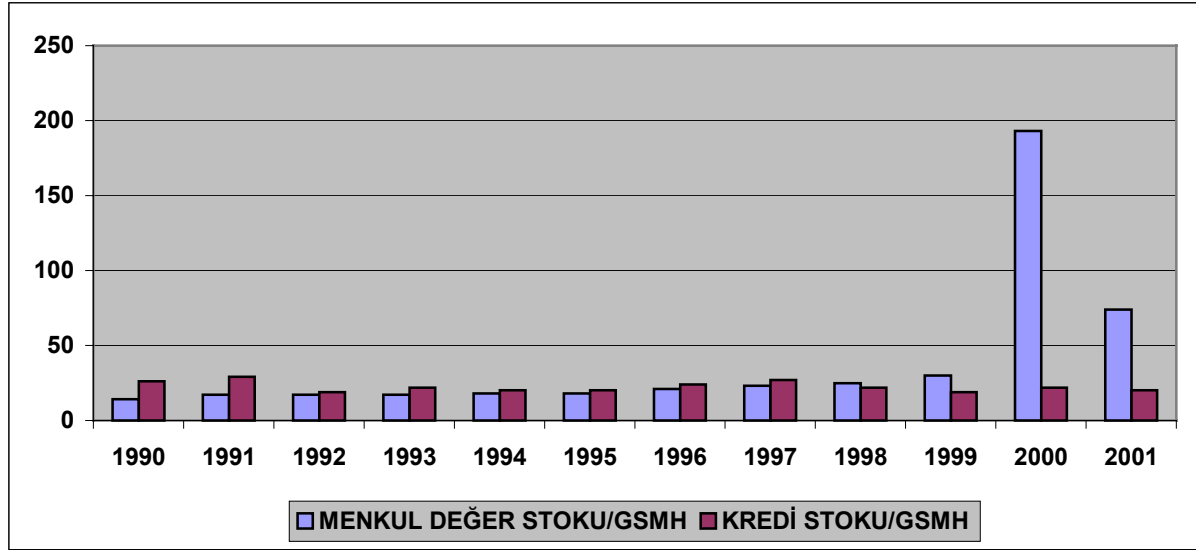
(Milyar TL)

YILLAR	CARİ RAKAMLARLA GSMH	MENKUL DEĞER STOKU	%	KREDİ STOKU	%
1990	287.254	41.446	14	76.495	26
1991	453.206	79.172	17	130.796	29
1992	1.103.605	186.440	17	210.240	19
1993	1.997.323	344.239	17	453.771	22
1994	3.887.903	728.796	18	773.943	20
1995	7.854.887	1.497.786	18	1.622.660	20
1996	14.978.067	3.290.301	21	3.660.766	24
1997	29.393.263	7.024.521	23	7.942.956	27
1998	53.012.781	13.687.951	25	11.773.390	22
1999	78.242.496	27.098.589	30	17.370.922	19
2000	125.970.544	243.670.194	193	28.152.100	22
2001	184.766.666	133.447.105	74	34.047.000	20

**Kaynak :** HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler, 2002- Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

Tablo-10 incelendiğinde menkul değer stoklarının ekonomideki ağırlığının %14-%193 arasında değiştiği, 1991' den 1994' e kadar %17' lik bir seviyede yerinde saydığı, tekrar 1994' ten sonra toparlanarak bir yükseliş seyri izlediği ve 2000 yılında %193' lere ulaştığı görülmektedir. Kredi stoklarının GSMH' ya oranla nisbi ağırlığı 1992' den itibaren, birkaç yıl hariç, azalmaya başlamış ve 1999 yılında %19' lara kadar inmiştir. Bu olgu bize kredi piyasasına oranla Sermaye Piyasasının ağırlığının artmakta olduğunu göstermektedir. Gerçekten de ekonomideki büyük kurumlar, son yıllarda, banka kredileri yerine Sermaye Piyasası kaynaklarını tercih eder hale gelmişlerdir.

**Grafik 10:**GSMH' ya Göre Menkul Değer ve Kredi Stokları



Yukarıdaki Grafik 10' da GSMH baz alınarak kredi stokları ile menkul değer stokları oransal olarak yer almaktadır. Bu grafiğe göre 1998 yılına kadar para piyasasının ağırlığı varken 1998 yılından sonra sermaye piyasası genel ekonomi içerisinde atağa geçmiş ve ağırlı artmıştır. Özellikle 2000 yılında yatırımcıların sermaye piyasasına yönelişi ve ardından krix dönemi ile birlikte uzaklaşma olduğu görülmüştür.

### 3.4.İç ve Dış Borçlar Baz Alınarak Analiz

Buraya kadar muhtelif kriterler baz alınarak Sermaye Piyasasının Türk ekonomisinde finansal ağırlığı bulunmaya çalışılmıştır. Burada da iç ve dış borçlar nazara alınarak gerekli analizi yapmaya çalışacağız.

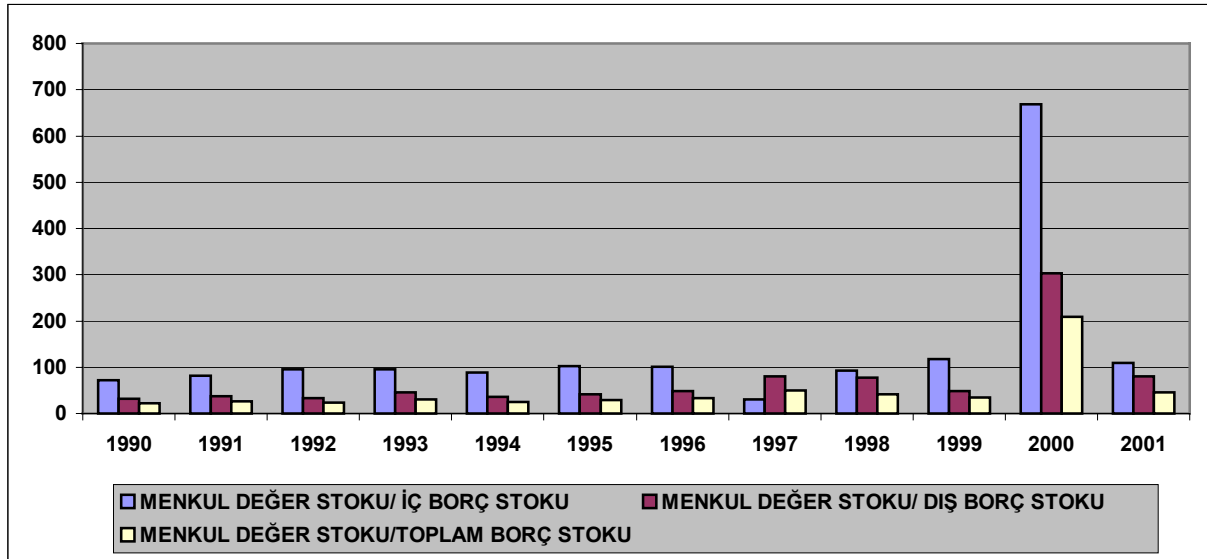
Aşağıdaki Tablo-11'e baktığımızda menkul değer stoku ile iç borç stoku arasında yüksek bir pozitif korelasyonun olduğu görülmektedir. Bunun anlamı devlet iç borçlanmasında Sermaye Piyasasına yönelmiş ve Sermaye Piyasasının fon kaynağı olarak ağırlığı artmıştır.

**Tablo-11: Borç Stokuna Göre Menkul Değer Stoku**

(Milyar TL)

YILLAR	İÇ BORÇ STOKU	%	DIŞ BORÇ STOKU	%	TOPLAM BORÇ STOKU	%	MENKUL DEĞER STOKU
1990	57.180	72	128.121	32	185.301	22	41.446
1991	97.674	81	203.090	38	300.737	26	79.172
1992	194.236	95	560.571	33	754.807	24	186.440
1993	357.348	96	739.906	46	1.097.253	31	344.239
1994	799.311	88	1.948.612	36	2.747.921	25	728.796
1995	1.361.009	103	3.349.171	41	4.710.177	29	1.497.786
1996	3.148.984	101	6.472.055	49	9.621.039	33	3.290.301
1997	6.283.424	30	8.561.698	80	13.826.284	50	7.024.521
1998	11.612.885	93	17.394.559	78	31.866.069	42	13.687.951
1999	22.920.145	118	55.503.956	49	78.424.101	35	27.098.589
2000	36.420.626	669	80.185.756	303	116.606.382	209	243.670.194
2001	122.157.263	109	167.576.562	80	289.733.825	46	133.447.105

**Kaynak:**HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler, 2002- Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni, Mayıs 2002

**Grafik 11: Borç Stokuna Göre Menkul Değer Stoku**

Yukarıdaki Grafik 11' de iç borç, dış borç ve toplam borç baz alınarak menkul değer stoku oransal olarak yer almaktadır. Bu grafiği incelediğimizde menkul değer stokunun iç borçlar içindeki payı çok yüksekken; dış borçlar ve toplam borçlar içerisindeki payı buna göre düşük kalmıştır.

Dış borç stoku doğrudan döviz piyasası ile ilgilidir ve menkul değer stoku ile direkt bir ilişkisi yoktur. Tablo-11'den dış borçların iç para birimi açısından miktarlarının hızla arttığı görülmektedir. Dolaylı ilişki sebebiyle menkul değer stokuyla ilişki kurulduğunda, Sermaye Piyasasının ağırlığının arttığı, oranlardan anlaşılmaktadır.

Daha önce ifade ettiğimiz gibi sermaye piyasasında kamunun ağırlığını azaltıcı politikalar güdülmesi, özel sektöre tahsis edilecek fonları artıracak ve özel sektör kamuya oranla bu fonları etkin kullanacağından sonuçta Türk ekonomisinin büyüme hızı artacaktır.

#### **IV- SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

Sonuç olarak dört ayrı baz esas alınarak yapılan analizlerde sermaye piyasasının Türk ekonomisindeki ağırlığının, 1990-2002 yılları içerisinde, arttığı görülmektedir. Sermaye piyasası kaynaklarının akım olarak ortalama %85' ini kamu kesimi; %15' ini ise özel kesim kullanmaktadır. Stok olarak bu oranlar ortalama %80 ve %20 olmaktadır.

Para piyasasına oranla Sermaye piyasasındaki gelişme daha hızlıdır. Bu da ekonominin uzun vadeli fon kullanımında Sermaye piyasası kaynaklarına yöneldiğini göstermektedir. Kamunun ağırlığının yüksek oluşu, Sermaye piyasasının gelişmekte olduğunu, kamunun bu piyasada fon arz ve talebi ile fon fiyatlarının belirlenmesinde etkin olduğunu göstermektedir.

GSMH' ya göre yapılan analizlerde sermaye piyasası %14-%19 ağırlığa sahipken; kredi stoklarının %29' lardan %19' lara düşmesi Sermaye Piyasasının kurumsallaştığını ve firmaların bu piyasaya yöneldiğini göstermektedir.

İç ve dış borç stoklarıyla yapılan karşılaştırmalarda, iç borçların artışıyla Sermaye Piyasası arasında yüksek bir korelasyonun olduğu ve toplam borç stoku nazara alındığında da Sermaye Piyasasının ağırlık taşıdığı anlaşılmaktadır.

1992-1993 yıllarında özellikle VDMK ihraçlarının süratle artması ve bankalar için, mevduata oranla ucuz maliyete sahip olması nedeniyle itibar görmesi, altın borsasının kurulması, altına bağlı araçlar için SPK' nın yoğun ve titiz çalışmaları, İMKB' nin bilgisayarize olması Londra, Zürih, Paris, N.Y., Tokyo borsalarını aratmayacak fiziki gelişme göstermesi sermaye piyasasının gelişme trendi açısından çok olumlu yükselişlerdir. Diğer borsaların da düzenlenmesi araçlar konusunda bir zenginlik getirecektir. Bununla beraber bütçenin açık finansmanı, sermaye piyasasında kamunun özel sektörle acımasız rekabeti, özel sektörde kar endişesi varken kamunun sorumsuzca ve böyle bir endişe taşımadan borçlanması, vergi politikaları ve uygulamalarındaki açıklar, KİT zararları, bürokrasinin verimsizliğinin devleti borçlanmaya götürmesi sonucu iç ve dış borçların artması sermaye piyasasındaki kamu baskısının daha da yaygınlaşmasına neden olmaktadır.

Türk sermaye piyasasının Batı tarzında faaliyet göstermesi için devletin kamuda radikal reformlar yapmasını kaçınılmaz kılmaktadır.

Bu analizler sonucunda Türk Ekonomisinde 1990-2002 yılları arasında Sermaye Piyasasının ağırlığı artmıştır. Türkiye' de Batı tipinde özel kesimin ağırlıklı olduğu bir Sermaye Piyasasının gelişmesi için de her halde birkaç yıla ihtiyaç göstereceği anlaşılmaktadır.

#### **KAYNAKÇA**

HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler

<http://www.hazine.gov.tr//stat/e-gosterge.htm>. 30.07.2002

Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülteni

[http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2002/Ocak/default\\_tr.html](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2002/Ocak/default_tr.html). 30.07.2002

T.C.Merkez Bankası, İstatistik Veriler

[http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$cbtweb](http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$cbtweb). 30.07.2002