

HAZINE FİNANSMANINDA FAİZLİ BORÇLANMA SORUNU VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

DR. EREN SÜMER

TKBB TÜRKİYE
KATILIM
BANKALARI
BİRLİĞİ
"Türkiye katılım bankaları"

HAZİNE FİNANSMANINDA FAİZLİ BORÇLANMA SORUNU VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ



DR. EREN SÜMER

TKBB Yayınları, Yayın No: 19

Yazarlar

DR. EREN SÜMER

Tasarım ve Grafik Uygulama

Eser Medya

Baskı - Cilt

Seçil Ofset

Tel: +90 212 629 06 15

www.secilofset.com.tr

TKBB İletişim Adresi

Türkiye Katılım Bankaları Birliği

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi Akofis Park

C Blok No:8 K: 8 Ümraniye/ İstanbul

Tel: 0216 636 95 00 (Pbx) Faks: 0216 636 95 49

www.tkbb.org.tr

Sertifika No: 44687

ISBN: 978-605-69523-7-1





ÖNSÖZ

Hazine'nin gerçekleştirdiği faizli borçlanma, ekonomideki birçok makro iktisadi değişkene faiz yükü nedeniyle olumsuz etki etmektedir. Borç faiz ödemelerinin çok ciddi boyutlara ulaştığı; gelir dağılımı, cari açık ve ekonomik büyüme gibi birçok makro iktisadi değişkeni negatif etkilediği bir ortamda, faizli borçlanma sorununa çözüm olarak alternatif finansman yöntemlerinin geliştirilmesi elzemdir. Bu bağlamda çalışmada önerildiği üzere, reel bir ekonomik faaliyete dayanan İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesinin ve yaygınlaştırılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir.

İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin yaygınlaştırılmasıyla, misyonu **“Sürdürülebilir ekonomik büyümenin, istikrarın, adaletli gelir dağılımının ve toplumsal refahın artırılmasına yönelik politika oluşturmak, uygulamak ve sonuçlarını takip etmek”** ve vizyonu **“Türkiye'nin istikrarlı ekonomik gelişimini sürdürerek vatandaşın refahını en gelişmiş ülkeler seviyesine taşımak”** olan Türk Hazinesi'nin söz konusu misyon ve vizyonuna katkı sağlanabilecektir.

Bu kitap çalışmasının yayımlanma sürecindeki destekleri için Türkiye Katılım Bankaları Birliği'ne (TKBB) ve baskı ile tasarım aşamasında emeği geçen herkese teşekkür ederim.

DR. EREN SÜMER

İSTANBUL, 2022



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	03
TABLO LİSTESİ	07
ŞEKİL LİSTESİ	09
GRAFİKLER LİSTESİ	09
KISALTMALAR LİSTESİ	11
GİRİŞ	13

BİRİNCİ BÖLÜM

HAZİNE KAVRAMI, TARİHSEL SÜREÇTE ORTAYA ÇIKIŞI VE KURUMSAL FONKSİYONU

1.1. Hazinenin Sözlük ve Terim Anlamı	21
1.2. Hazinenin Tarihsel Süreçte Ortaya Çıkışı	21
1.3. Hazinenin Kurumsal Fonksiyonu	27

İKİNCİ BÖLÜM

HAZİNE BORÇ YÖNETİM İŞLEMLERİNE GENEL BAKIŞ

2.1. Borç Yönetiminin Kapsamı ve Amaçları	35
2.2. Borç Yönetiminin Unsurları ve Fonksiyonları	39
2.3. Borç Yönetimi İşlemlerinin Ana Ögesi Olarak Borçlanmaya Bakış	43
2.4. Türk Hazinesi'nde Borç Yönetimi	64
2.5. İslam İktisadı Açısından Değerlendirme	80



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HAZİNE BORÇ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	91
3.1. İslam İktisadiyla Uyumlu Finansman Yöntemleri	91
3.2. Çeşitli İslam Ülkelerinde Kamu Tarafından Kullanılan Faizsiz Finansman Yöntemleri	110
3.3. Türk Hazinesi İçin İslam İktisadiyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemi Önerileri	119
3.4. İslam İktisadiyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemlerinin Faizli Borçlanmaya Göre Avantajlarının Değerlendirilmesi	126

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HAZİNE BORÇ FAİZ ÖDEMELERİNİN MAKRO İKTİSADİ DEĞİŞKENLERE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ	131
4.1. Çalışmanın Kapsamı, Amacı ve Yöntemi	131
4.2. Model 1,2,3 Sonuçlarına İlişkin Genel Değerlendirme	190

BEŞİNCİ BÖLÜM

FAİZSİZ FİNANSMAN ARACI VE FAİZLİ BORÇLANMA ARACININ EKONOMİK ETKİLERİ BAKIMINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: MALEZYA ÖRNEĞİ	193
5.1. Çalışmanın Amacı, Kapsamı, Kısıtı ve Yöntemi	193
5.2. Model 4,5,6,7 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme	247
SONUÇ VE ÖNERİLER	251
EKLER	269
KAYNAKÇA	282



TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1.	Borç Yönetiminin Özellikleri	36
Tablo 2.2.	Forward ve Futures İşlemleri Arasındaki Farklar	62
Tablo 2.3.	Piyasa Yapıcı Bankalar	75
Tablo 2.4.	Piyasa Yapıcı Bankalara Tanınan Hak ve Yükümlülükler	76
Tablo 2.5.	İslam İktisadi İlkelerine Göre Borçlanma	80
Tablo 4.1.	Literatür Taraması	138
Tablo 4.2.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 1)	141
Tablo 4.3.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 1)	145
Tablo 4.4.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 1)	146
Tablo 4.5.	ARDL (2,0,2,0,2,2,0) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 1)	150
Tablo 4.6.	ARDL (2,0,2,0,2,2,0) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 1)	151
Tablo 4.7.	Gini Katsayısı ile Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 1)	153
Tablo 4.8.	Literatür Taraması	161
Tablo 4.9.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 2)	163
Tablo 4.10.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 2)	165
Tablo 4.11.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 2)	166
Tablo 4.12.	ARDL (2,0,0,1,2,2) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 2)	169
Tablo 4.13.	ARDL (2,0,0,1,2,2) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 2)	170
Tablo 4.14.	Cari Açık İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 2)	172
Tablo 4.15.	Literatür Taraması	178
Tablo 4.16.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 3)	180
Tablo 4.17.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 3)	182
Tablo 4.18.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 3)	183
Tablo 4.19.	ARDL (1,0,1,1,1,2) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 3)	186
Tablo 4.20.	ARDL (1,0,1,1,1,2) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 3)	187
Tablo 4.21.	Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 3)	189
Tablo 5.1.	Literatür Taraması	197



Tablo 5.2.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 4)	198
Tablo 5.3.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 4)	200
Tablo 5.4.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 4)	201
Tablo 5.5.	ARDL (3,3,3,3,3,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 4)	204
Tablo 5.6.	ARDL (3,3,3,3,3,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 4)	205
Tablo 5.7.	Enflasyon İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 4)	207
Tablo 5.8.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 5)	209
Tablo 5.9.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 5)	211
Tablo 5.10.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 5)	212
Tablo 5.11.	ARDL (3,3,3,3,3,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 5)	215
Tablo 5.12.	ARDL (3,3,3,3,3,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 5)	216
Tablo 5.13.	Enflasyon İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 5)	218
Tablo 5.14.	Literatür Taraması	223
Tablo 5.15.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 6)	224
Tablo 5.16.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 6)	226
Tablo 5.17.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 6)	227
Tablo 5.18.	ARDL (2,2,2,1,2,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 6)	230
Tablo 5.19.	ARDL (2,2,2,1,2,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 6)	231
Tablo 5.20.	Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 6)	233
Tablo 5.21.	Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 7)	235
Tablo 5.22.	Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 7)	238
Tablo 5.23.	Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 7)	239
Tablo 5.24.	ARDL (2,2,2,1,2,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 7)	242
Tablo 5.25.	ARDL (2,2,2,1,2,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 7)	243
Tablo 5.26.	Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 7)	245



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1.	Türkiye’de Borç Yönetiminin Yapılanması	68
Şekil 2.2.	Hazine ve Maliye Bakanlığı Kira Sertifikası İhraç Süreci	71
Şekil 2.3.	Hazine Kasasına Giriş ve Hazine Kasasından Çıkışlar	78
Şekil 3.1.	Malezya Kamu Yatırım Sertifikalarının İhracı	111
Şekil 3.2.	Bangladeş Kamu İslami Hazine Senedi İhracı	113
Şekil 3.3.	Sudan Kamu Muşareke Sertifikaları İhracı	114
Şekil 3.4.	Sudan Kamu Yatırım Sertifikaları İhracı	115
Şekil 3.5.	Bahreyn Kamu Selem Sertifikaları İhracı	117
Şekil 3.6.	Maldivler Kamu Mudarabe Sertifikaları İhracı	118
Şekil 3.7.	Türk Hazinesi Mudarabe Sertifikaları İhracı	120
Şekil 3.8.	Türk Hazinesi Selem Sertifikaları İhracı	121
Şekil 3.9.	Türk Hazinesi Murabaha Sertifikaları İhracı	122
Şekil 3.10.	Türk Hazinesi İstisna Sertifikaları İhracı	124
Şekil 3.11.	Türk Hazinesi Muşareke Sertifikaları İhracı	125

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 4.1.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 1)	154
Grafik 4.2.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 2)	172
Grafik 4.3.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 3)	189
Grafik 5.1.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 4)	208
Grafik 5.2.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 5)	219
Grafik 5.3.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 6)	234
Grafik 5.4.	CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 7)	246



AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Kurumu)
ADF	Augmented Dickey-Fuller (Genişletilmiş Dickey-Fuller)
a.g.e.	Adı Geçen Eser
ARDL	Autoregressive Distributed Lag (Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif)
BES	Bireysel Emeklilik Sistemi
C.C.	Celle Celaluhu (Onun şanı ne yücedir.)
CDS	Credit Default Swap (Kredi Risk Primi)
CUSUM	Cumulative Sum of the Recursive Residuals (Ardışık Hataların Kümülatif Toplamı)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECM	Error Correction Model (Hata Düzeltme Modeli)
EKK	En Küçük Kareler
HAZMİT	Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı Genel Sekreterliği
HKVA	Hazine Kısa Vadeli Avansı
HMB	Hazine ve Maliye Bakanlığı
HMVKŞ	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi
GII	Government Investment Issue (Kamu Yatırım Sertifikası)
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
IFSB	Islamic Financial Services Board (İslami Finansal Hizmetler Kurulu)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
MB	Merkez Bankası
MGS	Malaysian Government Securities (Malezya Devlet Tahvili)
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
ö.	Ölüm yılı
r.a.	Radiyallahu Anh (Allah ondan razı olsun.)
s.a.v.	Sallallahu Aleyhi Vesellem (Allah'ın selamı onun üzerine olsun.)
SPV	Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Şirket)
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDV	Türkiye Diyanet Vakfı
THH	Tek Hazine Hesabı
THKH	Tek Hazine Kurumlar Hesabı
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	Vector Autoregression (Vektör Otoregresyon)



GİRİŞ

Dünya geneline bakıldığında, hazinenin kurumsal fonksiyonlarının ekonomik sistemin tamamını etkileyebilecek kadar geniş olduğu görülür. Hazinenin kurumsal fonksiyonları; devletin gelirlerini toplamak, giderlerine yönelik harcamalarını yapmak, gelir ve giderlerin yer ve zaman açısından uyumlaştırılmasını sağlamak (nakit yönetimi), devlet adına iç ve dış borçlanmayı gerçekleştirmek, borçların anapara ve faiz ödemelerini (borç servisi) yapmak, devletin yerel parasının döviz karşısındaki durumunu yönetmek, devletin taşınır ve taşınmaz malvarlıklarını korumak, yönetmek ve değerlendirmek, devletin uluslararası finans kuruluşlarıyla ilişkilerini yürütmek, devletin finansal piyasalar ve finansal kurum/kuruluşlarla ilişkilerini düzenlemek şeklinde ifade edilebilir (Eğilmez, 2011:16-18). Hazinenin kurumsal fonksiyonlarını; nakit yönetimi, borç yönetimi ve varlık yönetimi şeklinde özetlemek mümkündür. Nakit ve borç yönetimi beraberinde riskler barındırdığı için risk yönetimi de hazinenin kurumsal fonksiyonları arasında yer alır.

Devletin hazinesi fonksiyonunu icra eden kurumlar bir bakanlığın bünyesinde yer alabildiği gibi bakanlıktan ayrı bir yapılanmayla da işlevlerini yerine getirebilmektedir. Hazine devleti *“mali boyutunu temsil eden kurumlar”* olarak tanımlanabilmekte ve bu tanımla ilgili olarak birçok makro iktisadi düzeydeki fonksiyonu eş zamanlı olarak yürütmektedir. Devletlere ait gelirler hazinelerin bünyesinde toplandığı ve harcamalar da yine hazinelerden yapıldığı için hazineler devletlerin kasası işlevini yerine getirmektedir. Türkiye örneğinde hazine kasasına nakit olarak; vergi gelirleri, vergi dışı gelirler, özelleştirme gelirleri, kamu bankaları ve kamu işletmelerinden aktarılan temettüleri girerken, kasadan çıkışlar ise; genel bütçeli kamu kurumlarının harcamaları, özel bütçeli kuruluşlar için genel bütçeden yapılan açık finansma-



nı, bütçe dışı fonlara ve yerel idarelere vergi gelirlerinden aktarılan vergi payları, kamu bankaları ve işletmelerine yönelik sermaye transferi ve görev zararı ödemeleri şeklinde olabilmektedir. Finansman boyutunda hazinenin iç ve dış borçlanmaları gelir olduğu için nakit girişi tarafında yer alırken, borcun anapara ve faizinin ödenmesi ise kasadan çıkış anlamı taşımaktadır (Karataş, 2019:3-4).

Bilindiği üzere, devletler görevlerini yerine getirmek için gelire ihtiyaç duymaktadır. Devletin esas gelir kaynağı vergilerdir ve vergi gelirlerinin yeterli olmadığı durumlarda devletler finansman ihtiyacını karşılamak için borçlanma yoluna gidebilmektedir. Devlet adına borçlanmayı hazine kurumları yapmaktadır. Hazine tarafından faizsizlik prensibi olmadan yapılan borçlanmada elde edilen gelir vergilerden farklı olarak devlete anapara ve faiz ödenmesi gibi ilave yükümlülükler getirmektedir.

Hazine; uygun borçlanma koşullarının oluşturulması, borçların sürdürülebilirliği ve oluşabilecek borç krizlerine karşı önlem alınabilmesi için borç yönetimine önem vermektedir (Çaşkur, 2007:1). Hazinenin borç yönetimi; borçlanırken risk ve maliyet unsurları göz önüne alınarak stratejik bir biçimde hareket edilmesi sürecidir. Faizsizlik prensibi olmayan borç yönetimlerinde faizli borçlanmanın en düşük maliyetle (Özyıldız, 2020:93) ve en az riskle gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır (Wheeler, 2004:98-100). Bir başka ifadeyle borç yönetiminin amacı; kalkınma hedefleri ve makro iktisadi dengeler gözetilerek iç ya da dış borçlanmayla elde edilecek finansmanın piyasa koşulları ve riskler göz önüne alınarak en düşük faizle elde edilmesidir. Borç yönetimi kapsamında; borçlanma araçlarının yapısı, borçlanmanın vade yapısı, borçlanma kaynakları, borçlanma yöntemleri, borcun kompozisyonu, borçlanma politikaları ve borçlanmanın yapıldığı piyasalar önemli hususlar arasında yer almaktadır (Özyıldız, 2020:95). Borç yönetimi stratejisi oluşturulurken yerel ve yabancı para birimi cinsinden borç yükümlülükleri hesaba katılmakta, devlet garantili borçlar ve devlete ait işletmelerin borçları göz önünde bulundurulmaktadır (Wheeler, 2004:5).

Yukarıda girizgâh niteliğinde bilgi verilen bu çalışmanın temel amacı; devlet hazinelerince gerçekleştirilen faizli borçlanmanın faiz yükü nedeniyle



makroekonomiye verdiği zararları ortaya koymak ve İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesine katkı sağlamaktır.

Çalışma kapsamında nicel araştırma yöntemi kullanılacaktır. Bu bağlamda, ekonometrik zaman serileri analizi yapılacaktır. Çalışmada kurulacak regresyon modellerinde değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkileri 2001 yılında Pesaran, Shin ve Smith tarafından geliştirilen ARDL Sınır Testi yaklaşımıyla tahmin edilecektir.

Bu tez çalışması kapsamında, İslam iktisadı perspektifinden borç kavramı ve faizli borçlanmaya ilişkin yaklaşım ve günümüz uygulamaları Kur'an-ı Kerim'den referansla değerlendirilecek, Hz. Peygamber (s.a.v.) ve Dört Halife Dönemi'nde devlet hazinesi (beytülmâl) borçlanmasına ilişkin tarihsel bakış açısı ve uygulama örnekleri ortaya konulacaktır. Ayrıca, modern hazine borç yönetim işlemleri arasında yer alan swap, forward, futures ve opsiyon gibi işlemler İslam iktisadı perspektifinden değerlendirilecektir. Çalışmada İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerine ülke örneklerini de içerecek şekilde yer verilecek olup, bu yöntemlerden hareketle Türk Hazinesi için İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemleri önerilecektir.

Çalışma kapsamında, Türkiye örneğinde borç faiz ödemeleri ile makro iktisadi değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme (cointegration) ilişkisi ARDL (Autoregressive¹ Distributed Lag Bound Test²) Sınır Testi yaklaşımı ile tahmin edilecektir. Ekonometrik analizde kullanılacak zaman serisi verileri yıllık veriler olacak ve Türkiye için 1989-2019 dönemini kapsayacaktır. Çalışmada bunun yanında, faizsiz finansman aracıyla faizli borçlanma aracının ekonomiye etkileri Malezya örneğinde karşılaştırılacak ve ekonometrik analizde değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi ARDL Sınır Testi yaklaşımı ile tahmin edilecektir. Ekonometrik analizde kullanılacak zaman serisi verileri çeyrek yıllık veriler olacak ve Malezya için 2009 (2.çeyrek)-2016 (4.çeyrek) dönemini kapsayacaktır.

1 Bağımlı değişken açıklanırken, bağımsız değişkenler arasında bağımlı değişkenin geçmiş değerleri de yer alır.

2 Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi



Bu çalışma ana hatlarıyla 5 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, hazine kavramı ve tarihsel süreçte ortaya çıkışı üzerinde durulacaktır. Bu bölümde daha sonra, hazinenin kurumsal fonksiyonu hakkında detaylıca bilgi verilecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, hazine borç yönetim işlemlerine genel olarak bakılacaktır. Bu bölümde öncelikle; borç yönetiminin kapsamı ve amaçları ile borç yönetiminin unsurları ve fonksiyonları üzerinde durulacaktır. Bu bölümde daha sonra, borçlanmaya iktisadi düşünce ekollerinin yaklaşımı hakkında bilgi verilecek ve borçlanmanın kaynakları açısından sınıflandırılması yapılacaktır. Borçlanmanın kaynakları alt bölümünde; iç borçlanma kavramı, iç borçlanma araçları ve yöntemleri, iç borçlanmanın iktisadi etkilerinin değerlendirilmesi, dış borçlanma kavramı, dış borçlanmanın kaynakları, dış borçlanmada risk yönetim işlemleri ve dış borçlanmanın iktisadi olarak etkilerinin değerlendirilmesi alt başlıkları hakkında kapsamlı bir şekilde bilgi verilecektir. Bu bölümde daha sonra, Türk Hazinesi'nin borç yönetiminden detaylıca bahsedilecektir. Bu bölümde son olarak, hazinenin borç yönetim işlemleri İslam iktisadı açısından değerlendirilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, hazine borç yönetiminde kullanılabilecek İslam iktisadıyla uyumlu finansman yöntemleri üzerinde durulacaktır. Bu bölümde İslam iktisadıyla uyumlu ortaklık sözleşmesine dayalı finansman yöntemleri (mudarabe, muşareke), satış sözleşmesine dayalı finansman yöntemleri (murabaha, selem, istisna), kira sözleşmesine dayalı finansman yöntemi (icare), vekâle sözleşmesine dayalı finansman yöntemi (vekâle) ve menkulleştirmeye dayalı finansman yöntemi (sukuk) hakkında detaylıca bilgi verilecektir. Bu bölümde daha sonra, İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerine ilişkin ülke örnekleri paylaşılacaktır. Ülke örnekleri kapsamında; Malezya, Bangladeş, Sudan, Bahreyn ve Maldivler incelenecektir. Bu bölümde ayrıca, İslam iktisadıyla uyumlu finansman yöntemleri ve ülke örnekleri göz önüne alınıp Türk Hazinesi için İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemleri önerilecektir. Bu bölümde son olarak, İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin faizli borçlanmaya göre avantajları üzerinde bilimsel çalışmalardan hareketle bir değerlendirme yapılacaktır.



Çalışmanın dördüncü bölümünde, borç faiz ödemelerinin makro iktisadi değişkenlere etkisi 1989-2019 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulanarak tahmin edilecektir. Bu bölümde, ekonometrik çalışmanın kapsamı, amacı ve yöntemi üzerine genel bir açıklama yapılacaktır. Daha sonra literatürden hareketle kurulacak 3 modelde; "gelir dağılımı-borç faiz ödemeleri", "cari açık-dış borç faiz ödemeleri" ve "ekonomik büyüme-iç borç faiz ödemeleri" arasındaki uzun dönem denge ilişkisi Türkiye örnekleminde tahmin edilmeye çalışılacaktır. Çalışma kapsamındaki her bir model için literatür taraması, veri seti ve yöntem, birim kök testleri, kısa ve uzun dönem ARDL Sınır Testi sonuçları, tanısal test (*Jarque-Berra Normallik Testi*, *Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi*, *Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi* ve *Ramsey Reset Model Kurma Hatası Testi*) sonuçları ve yapısal kırılma test (*CUSUM* ve *CUSUM of Squares*) sonuçlarına yer verilecektir.

Çalışmanın beşinci bölümünde faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları (Government Investment Issue (GII)) ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) ekonomiyeye etkileri 2009 (2.çeyrek) -2016 (4.çeyrek) dönemi için Malezya'ya yönelik veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulanarak tahmin edilecektir. Bu bölümde, ekonometrik çalışmanın amacı, kapsamı, kısıtı ve yöntemi üzerine genel bir açıklama yapılacaktır. Daha sonra "enflasyon-kamu yatırım sertifikaları", "enflasyon-devlet tahvilleri" ve "ekonomik büyüme-kamu yatırım sertifikaları", "ekonomik büyüme-devlet tahvilleri" arasındaki uzun dönem denge ilişkisi tahmin edilmeye çalışılacaktır. Çalışma kapsamındaki her bir model için literatür taraması, veri seti ve yöntem, birim kök testleri, kısa ve uzun dönem ARDL Sınır Testi sonuçları, tanısal test (*Jarque-Berra Normallik Testi*, *Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi*, *Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi* ve *Ramsey Reset Model Kurma Hatası Testi*) sonuçları ve yapısal kırılma test (*CUSUM* ve *CUSUM of Squares*) sonuçlarına yer verilecektir. Her iki aracın makroekonomiyeye etkileri tahmin edilerek bu tez çalışması kapsamındaki öneriler temellendirilecektir.



Çalışmada sonuç ve öneriler kısmında genel bir değerlendirme yapıldıktan sonra model sonuçlarına yer verilecek ve çalışmanın bütünlüğü kapsamındaki öneriler sunulacaktır.

Tez çalışması sonucunda, literatürün geneliyle uyumlu olarak, Türkiye örnekleminde borç faiz ödemelerinin gelir dağılımını negatif etkilediği, dış borç faiz ödemelerinin cari açığı negatif etkilediği ve iç borç faiz ödemelerinin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde faizli borçlanmanın katlanılan faiz yükü nedeniyle Türk ekonomisine zarar verdiği bulgulanmıştır.

Çalışmada Malezya örnekleminde yapılan analiz sonucunda ise, Malezya devleti tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarının faizli borçlanma aracı devlet tahvillerine göre enflasyona negatif etki ve ekonomik büyümeye pozitif etki açısından ekonomiye katkısının daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada faizsiz finansmanın faizli borçlanmaya göre avantajları bilimsel çalışmalardan hareketle ortaya koyulmuş, çalışma kapsamında elde edilen bulgular ve daha önce yapılmış bilimsel çalışmalar ışığında Türkiye’de Hazine tarafından İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin yaygınlaştırılmasının Türk ekonomisinin yararına olacağı vurgulanmıştır. Bu bağlamda, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Türk Hazinesi için İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemleri önerilmiştir.

Devlet hazinelerinin borç yönetimi işlemlerini İslam iktisadı perspektifinden değerlendiren bu kapsamda bir çalışmaya rastlanmadığı için bu çalışmayla literatüre katkıda bulunulacaktır. Ayrıca, Türkiye örnekleminde borç faiz ödemelerinin makro iktisadi değişkenlere etkisini bu çalışmada olduğu şekilde bütüncül ve kapsamlı olarak değerlendiren ve Malezya örnekleminde faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerini bu çalışmada olduğu şekilde karşılaştıran başka bir çalışma olmadığı için bu tez çalışmasının literatüre katkı açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HAZİNE KAVRAMI, TARİHSEL SÜREÇTE ORTAYA ÇIKIŞI VE KURUMSAL FONKSİYONU

1.1.	HAZİNENİN SÖZLÜK VE TERİM ANLAMI	21
1.2.	HAZİNENİN TARİHSEL SÜREÇTE ORTAYA ÇIKIŞI	21
1.2.1.	Antik Roma'da Hazine	21
1.2.2.	İslam'ın İlk Dönemlerinde Hazine	22
1.2.3.	Emevilerde Hazine	25
1.2.4.	Abbasilerde Hazine	25
1.2.5.	Osmanlı Döneminde Hazine	26
1.2.6.	Cumhuriyet Döneminde Hazine	27
1.3.	HAZİNENİN KURUMSAL FONKSİYONU	27
1.3.1.	Hazinenin Nakit Yönetimi Fonksiyonu	28
1.3.2.	Hazinenin Borç Yönetimi Fonksiyonu	29
1.3.3.	Hazinenin Risk Yönetimi Fonksiyonu	30
1.3.4.	Hazinenin Varlık Yönetimi Fonksiyonu	30



HAZİNE KAVRAMI, TARİHSEL SÜREÇTE ORTAYA ÇIKIŞI VE KURUMSAL FONKSİYONU

1.1. HAZİNENİN SÖZLÜK VE TERİM ANLAMI

Hazine sözlükte kök olarak Arapça “hazn: حزن” kelimesinden türemiş olup “biriktirilen ve saklanan yer” anlamına gelmektedir (Orhonlu, 1998:130). Hazine terim anlam olarak; devletlere ait mali hak, yükümlülük ve varlıkların yönetiminden sorumlu kurumları ve devletin tüzel kişiliğinin mali boyutunu nitelendirmek için kullanılmaktadır (Nurcan, 2006:4). Ayrıca hazine, devletin kassası anlamında kullanılmakta ve bu kasa hazine adına merkez bankası ya da kamu bankalarında açılan hesaplarda saklanmaktadır (Eğilmez, 2011:15).

1.2. HAZİNENİN TARİHSEL SÜREÇTE ORTAYA ÇIKIŞI

Hazine, insanlık tarihi boyunca hemen hemen bütün devletlerde söz konusu olmuştur. Bu çalışma kapsamında, hazinenin tarihsel süreçte ortaya çıkışı; İslam’dan önceki dönem olan Antik Roma, İslam’ın İlk Dönemleri, Emeviler, Abbasiler, Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyet Dönemi olmak üzere dönemlere ayrılarak incelenecektir.

1.2.1. Antik Roma’da Hazine

İslam’dan önceki dönemde Antik Roma’da devlete ait hazinenin “Aerarium” şeklinde adlandırıldığı ve bir kutsal mekân olarak kabul edilen Satürn Tapınağı’nda konumlandırıldığı belirtilmektedir. “Aerarium” yani devlete ait hazine, gelirlerin toplandığı ve giderlerin yapıldığı yer olarak ifade edilmektedir. Roma vilayetlerinde; gelir fazlası olması durumunda “Aerarium” a gönderil-



miş, gelir açığı olması durumunda ise “Aerarium” dan karşılanmıştır. Roma İmparatorlarının kendilerine has hazinelerine “İmparatorun Hazinesi” anlamında “Fiscus” adı verilmiştir. İmparatorlar kendi hazinelerine “Aerarium” hesabına gidecek gelirleri aldığı ve yaptıkları giderleri “Aerarium” hesabından düşmedikleri için “Aerarium” zamanla önemini yitirmiştir. Ayrıca, “Aerarium” yönetiminde zaman içinde birçok değişiklik yaşanmıştır. MS 6. yılda, İmparator Augustus “Aerarium Militare” adında askeri hazine anlamına gelen ikinci hazineyi kurmuştur. Önceki hazine artık “Aerarium Saturni” adıyla anılmaya başlamış ve daha sonra Roma şehrinin belediye hazinesi olmuştur. “Aerarium Militare” yani askeri hazineden terhis olmuş gazilere ikramiye ödenmiş ve arazi tahsis edilmişken, bu hazineye toplanan vergi gelirlerinden fon aktarılmıştır (Badian, 2016).

1.2.2. İslam’ın İlk Dönemlerinde Hazine

İslam’ın ilk dönemlerinde hazine kavramının yerine beytül-mâl^{ss} ifadesi kullanılmıştır. Arapça bir kelime olan “beytül-mâl: بيت المال”; mal evi, kamu malının bulunduğu yer ve devlet hazinesi anlamlarına gelmektedir (Erkal, 1992:90). Beytül-mâl, İslam devletinin kurumsallaşmasına paralel olarak gelişim göstermiştir. Bu nedenle, İslam’ın ilk dönemlerinden Mekke dönemi ve Medine döneminde beytül-mâl’in yapısı birbirinden farklılaşmıştır. Mekke döneminde, İslam devletinin varlığı ve dolayısıyla kurumları henüz oluşmadığı için hazine görevini yerine getirecek mali bir kuruma rastlanmamaktadır. Medine döneminde ise İslam devleti kurulmuş; zekât ve cizye^{ss} gibi vergi gelirleri ile savaşlardan elde edilen ganimetler toplanmış, muhafaza edilmiş ve gerektiği şekilde harcanmıştır. Bu nedenle, beytül-mâl’in temelleri Hz. Peygamber (s.a.v.) tarafından Medine döneminde atılmıştır (Öner, 2018:10). Toplanan gelirlerin harcandığı yerler arasında; savaşlar nedeniyle yapılan harcamalar, memur maaşları ve yoksulların ihtiyaçlarının giderilmesi yer almıştır (a.g.e., 2018:13). Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde beytül-mâl’e; Bilâl-i Habeşî (r.a.), Hz. Ömer (r.a.), Ebû Ubeyde b. Cerrâh ve Muâz b. Cebel görevlendirilmiştir (a.g.e., 2018:57; Hamidullah, 2017:761-762). Beytül-mâl görevlileri (beytül-mâl

1 Türkiye Diyanet Vakfı (TDV) İslam Ansiklopedisi 6. ciltinde yer alan “beytül-mâl” maddesindeki yazım şekli esas alınmıştır.

2 İslam devletine bağlı gayrimüslim erkeklerden alınan vergidir (Erkal, 1993:42).



muhafızları) geçici olarak görevlendirilmiş ve görevlilere maaş bağlanmıştır (a.g.e., 2017:761).

H. Ebubekir (r.a.) döneminde, beytül-mâl yapılarında önemli bir değişiklik olmamış ve toplanan gelirler H. Peygamber (s.a.v.) döneminde olduğu şekilde harcanmıştır. Bu dönemde gelirlerin sınırlılığı ve hemen sarf edilebilmesi nedeniyle gelişmiş bir beytül-mâl kurumuna ihtiyaç duyulmamıştır (Erkal, 1992:91). Bu dönemde beytül-mâl işleri için Ebû Ubeyde b. Cerrâh görevlendirilmiştir (Öner, 2018:57).

H. Ömer (r.a.) döneminde İslam devletinin sınırlarının genişlemesi ve gelirlerin önemli oranda artması nedeniyle beytül-mâl kurumsallaşması zorunlu hale gelmiştir. Onun döneminde Medine'de kurulan merkezî nitelikteki beytül-mâl, beytül-mâl emiri (hazine müdürü) olarak Abdullah b. Erkam görevlendirilmiştir (Abdullah El-Omer, 2017:108; Çakan, 1988:102). Bu dönemde Medine'de yer alan merkezî nitelikteki beytül-mâl yanı sıra eyaletlerde (örneğin; Basra, Kufe, Mısır, Şam ve Yemen) merkeze bağlı beytül-mâl şubeleri kurulmuştur. Eyaletlerdeki beytül-mâl için de devletin gelirlerini toplamak ve gelirlerden artan kısmı merkezde yer alan beytül-mâl'e göndermek üzere görevliler tayin edilmiştir (Erkal, 1992:91).

H. Ömer (r.a.) döneminde merkezî nitelikteki beytül-mâl halifeye bağlanmış ve beytül-mâl halife tarafından denetlenmiştir. Bu dönemde, müslümanlardan ve gayrimüslimlerden alınan vergiler harcanacak yerlerin farklı olmasından dolayı hazinede ayrı bölümlerde tutulmuştur. Bu durum, müslümanlardan alınan zekât gelirlerinin Kur'an-ı Kerim'de Tevbe Suresi 60.ayette belirtilen 8 sınıfa aktarılması zorunluluğundan kaynaklanmıştır. Bunun yanında, gayrimüslimlerden elde edilen fey gelirlerinin harcanacağı yerleri ise halifeler tayin etmiştir. Örneğin, memur maaşları ve bazı kamu harcamaları fey gelirlerinden yapılmıştır (Öner, 2018:376). H. Ömer (r.a.) döneminde çeşitli divanlar ihdas edilmiş ve bu divanlar marifetiyle hazine ile ilgili birçok husus kaydedilmeye başlanmıştır. Toplanan gelirler divanlar vasıtasıyla düzenli bir biçimde dağıtılmıştır. Beytül-mâl kurumsal yapısı bu dönemde tamamlanmış olduğundan beytül-mâl kurucusu olarak H. Ömer (r.a.) zikredilmiştir (Apak, 2015:154).



İslam devleti'nin ilk kurulduğu dönemde hazine işlemlerinin tamamı yazılı olarak kaydedilmemiştir. Ancak, beytül-mâlin kurumsallaşmaya başlamasıyla birlikte gelir ve giderler kayıt altına alınmıştır. Hazineye aynı veya nakdi giriş olması durumunda ya da hazineden çıkış olması durumunda bu işlemler yazılı olarak kaydedilmiştir (Yeniçeri, 1984:143). Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde Zübeyr b. Avvam ve Cüheym b. Salt zekât gelirlerini sistematik olmamakla birlikte yazarak kayıt altına almışlardır. Hz. Ömer (r.a.) döneminde kurumsallaşmayla birlikte gelir-gider kayıtları sistematik bir biçimde yazılmaya başlanmıştır (a.g.e., 1984:62).

Beytül-mâlin gelir kalemleri arasında; müslümanlardan alınan zekât³, öşür⁴ ve müsadere⁵ gelirleri; gayrimüslimlerden alınan humus⁶, haraç⁷, cizye⁸ ve uşur⁹ gibi gelirler, devlet arsa ve arazilerinden elde edilen gelirler, mirasçısı olmadan ölenlerin ve miras reddi yapanların malları, bulunan ve sahihsiz mallar ile infak¹⁰ gelirleri yer almaktadır. Bunlar dışında; zaruret halinde ve beytül-mâlde kaynak sıkıntısı yaşandığı durumda servet ve gelirlerden alınmak üzere yeni vergiler konulmuştur. Beytül-mâlin gider kalemleri; ordunun giderleri, maaşlar, eğitim, sağlık ve bayındırlık giderleri, zekât ve humus giderleri¹¹ ve muhtaçlara yapılan yardımlardan oluşmaktadır. İslam devletle-

- 3 Müslüman mükelleflerden alınan vergidir. Kur'an-ı Kerim'de Tevbe Suresi 60.ayette zekât gelirlerinin kimlere verileceğinden bahsedilmektedir (Erkal, 2013:197-198).
- 4 Toprak ürünlerinden 10'da 1 oranında alınan zekât gelirdir (Erkal, 2007:97).
- 5 Haksız bir biçimde zimmete geçirilen kamu malına devlet tarafından el konulmasıdır (Tomar, 2006:45).
- 6 Savaştan elde edilen ganimetin 5'te 1'iyle, define ve madenlerden alınan 5'te 1 oranındaki paylardır (Apaydın, 1998:365).
- 7 Gayrimüslim toprak sahiplerinden ve haraca konu olabilecek toprak sahibi Müslüman mükelleflerden alınan toprak vergisidir (Kallek, 1997:71).
- 8 İslam devletine bağlı gayrimüslim erkeklerden alınan vergidir. Can güvenliğinin sağlanması karşılığında alınmış olup, güvenliğin sağlanamayacağı durumlarda halktan alınan cizye vergisi iade edilmiştir (Erkal, 1993:42).
- 9 İslam devletine bağlı gayrimüslimlerden ithal ettikleri ticari mallardan yüzde 5 ve yabancıların ithal ettiği mallardan yüzde 10 oranında ve karşılıklılık ilkesine göre alınan vergidir (Erkal, 1992:93).
- 10 Savaş gibi olağanüstü durumlarda toplanan bağışlardır. Ayrıca, Hz. Peygamber (s.a.v.) yoksullara yardım edilmesi amacıyla da infak edilmesini istemiştir (a.g.e., 1992:93).
- 11 Zekât ve humusa ilişkin gelirlerin dağıtılacağı kimseler Kur'an-ı Kerim'de net bir biçimde ortaya koyulmuştur. Zekâtın dağıtılacağı kimseler için 8 zümreden bahsedilmektedir. Bunlar; yoksullar, miskinler, zekâtın toplanmasında görevli olanlar (memurlar), müellefe-i kulub (kalpleri İslam'a kazandırılmak istenenler), köleler, borçlular, Allah yolunda (çalışan ve cihat edenler) olanlar ve yolda kalmış olanlardır. Humus gelirleri ise Enfal Suresi 41.ayette belirtilenlere dağıtılmaktadır (a.g.e., 1992:93).



rinde genel yaklaşım olarak beytûlmâlde gelir ve giderlerin denkleği gözeltirtilmiştir (Erkal, 1992:94). Ayrıca, klasik halifelik döneminde geniş bir vergilendirme sistemi işletildiği için vergiler yoluyla kamu borçlanmasına gerek olmadan birçok baraj, kanal ve yol yapılmıştır (Iqbal ve Lewis, 2019:273).

1.2.3. Emevilerde Hazine

Emeviler döneminde beytûlmâlin işleyişi Hz. Ömer (r.a.) dönemiyle benzer olmakla birlikte toplanan vergilerin miktarı ve harcanan yerleri konusunda değişiklikler meydana gelmiştir. Bu dönemde beytûlmâlin gelirleri; zekât, humus, haraç ve fey şeklindeki vergilerden oluşmaktadır. Bu dönemde haraç gelirleriyle; asker ve memur maaşları, köprü, sulama kanalları ve yol yapımı gibi bayındırlık hizmetleri karşılanmıştır. Ayrıca, Emeviler tarafından ülkelerin fethedilmesiyle önceki yöneticilerin ve asilzadelerin mülkiyetindeki araziler ile sahipsiz (terkedilmiş) araziler beytûlmâle devredilmiştir (Yiğit, 1995:103).

1.2.4. Abbasilerde Hazine

Abbasiler döneminde devlet hazinesi kurumsal olarak en iyi seviyeye ulaşmıştır. Bu dönemde beytûlmâl gelir ve giderlerinin kaydı belirli bir divanda tutulmuştur. Bu divanda her bir mal çeşidi için ayrı ayrı kayıt yapılmıştır. Abbasi vilayetlerinde artan gelirler Bağdat'taki merkez beytûlmâle gönderilmiştir (Erkal, 1992:92). Bu dönemde devlet hazinesi ile cehbezler¹² arasında ilişkiler gelişmiştir. Cehbezler devlet gelirlerinin giderleri karşılamadığı, devletin nakit ihtiyacının arttığı dönemlerde devlet hazinesine borç vermiştir. İlk kez Abbasi halifelerinden Muktedir-Billâh döneminde vezir İbnü'l-Furât tarafından yahudi cehbezlerden borç alınmıştır (Yeniçeri, 1993:223). Borçlara karşılık olarak, vergi gelirlerinin bir bölümü devlet hazinesine girmeden cehbezlerin kasalarına gitmiştir. Cehbezlerin hazine ilgili işlemlerinin ve piyasadaki faaliyetlerinin denetimi amacıyla "Divânü-l Cehbez" adında bir divan kurulmuş, merkezde yani Bağdat'ta yer almış ve bu divan beytûlmâl ile çok sıkı ilişkiler içinde olmuştur. Bu divanda farklı

12 Piyasada sarraflık mesleğini icra edenlere ve devlet düzeyinde ise para ayarı olmak üzere çeşitli mali işlerden sorumlu kimselere verilen isimdir (Yeniçeri, 1993:222).



cinsteki paralar değiş-tokuş yapılmış, aynı gelirler nakde çevrilmiş, devlet hazinesi ve kendisi için gelir-gider dengesini gösteren hesap cetvelleri hazırlanmıştır. Ayrıca cehbezler, Abbasi devleti maliyesinde para basımı, paralarda kırpma, paraya başka madenleri karıştırma gibi işlerde de görev almış ve devlette itibarları oldukça artmıştır (a.g.e., 1993:222-223).

1.2.5. Osmanlı Döneminde Hazine

Osmanlı devletinde I. Murat öncesi dönemde devlet teşkilatı kurumsallaşmadığı için hazine ile ilgili teşkilatlı bir yapı oluşmamıştır. I. Murat döneminde 14.yüzyılın ikinci yarısında devlet teşkilatı kurumsallaştırılmış ve hazine de kurumsal bir yapıya kavuşmuştur. Bu dönemde ilk hazineye “Hazine-i Amire” adı verilmiştir. Devlet gelirleri bu hazinede toplanmış ve devlet harcamaları buradan yapılmıştır (Keskin, 2020:141). II. Mehmet döneminde ise padişahın özel hazinesi ve devlet hazinesi olmak üzere hazine yapısı ikiye ayrılmıştır. Bu dönemde devlet hazinesine ait binalar sarayın dışında Yedikule’de konumlanmıştır (Eğilmez, 2011:36). Osmanlı devletinde bu ikili hazine yapısı III. Selim dönemine kadar devam etmiştir. Padişahın hazinesine iç hazine denmiş ve “Hazine-i Hassa” olarak adlandırılmıştır. Devlet hazinesine ise dış hazine denmiş ve “Hazine-i Amire” olarak adlandırılmıştır (Terzi, 2000:1). “Hazine-i Hassa” dan “Hazine-i Amire” ye ihtiyaç olması durumunda fon aktarımı yapılmıştır. “Hazine-i Amire” nin fazla vermesi durumunda ise fazlalık “Hazine-i Hassa” da muhafaza edilmiştir (Süler, 2014:7).

III. Selim döneminde “Nizam-ı Cedid (Yeni Düzen)” ile birlikte hazine yapıları farklılaşmıştır. Örneğin, “Tersane-i Amire Hazinesi”¹³ ve “İrad-ı Cedit Hazinesi”¹⁴ gibi çeşitli amaçlarla ilave hazine yapıları kurulmuştur. III. Selim’den Tanzimat dönemine kadar hazine yapıları bu şekilde devam etmiştir. Tanzimat’ın ilanıyla (1839) birlikte merkezleştirilmiş tek hazine yapısına geri dönmüştür (a.g.e., 2014:9). Osmanlı dönemindeki hazine son şeklini ise 1863’te Maliye Bakanlığı’na (Nezareti) bağlı olarak “Hazine-i Vezne” adı altında almıştır (Eğilmez, 2011:36).

13 Donanma ve tersane giderleri için kurulmuştur.

14 Ordu masraflarını karşılamak için kurulmuştur.



1.2.6. Cumhuriyet Döneminde Hazine

Cumhuriyet döneminde hazine, 1927 yılında Hazine-i Vezne ve Muamelat-ı Nakdiye Müdürlüğü, 1929 yılında Muamelat-ı Nakdiye Müdürlüğü, 1936 yılında Nakit İşleri Genel Müdürlüğü ve 1942 yılında Hazine Genel Müdürlüğü olarak görev yapmıştır. 1960 yılında Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı ile birleşerek Hazine Genel Müdürlüğü ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Teşkilatı (HAZMİİT) Genel Sekreterliği adıyla faaliyet göstermiştir. Bu yeni yapı nakit ve borç yönetiminin yanında dış ekonomik ilişkiler ve döviz yönetimi konularında da sorumluluk üstlenmiştir (Süler, 2014:9).

Hazine, 1983 yılında Maliye Bakanlığı'ndan ayrılmış ve 1984 yılından itibaren Başbakanlığa bağlı kurulan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın bünyesinde görev yapmaya başlamıştır. 1994'te Hazine Müsteşarlığı olarak ayrı bir yapıya kavuşturulmuştur. 1994-2018 dönemi arasında Başbakanlığa bağlı bir müsteşarlık olarak görevini icra etmiştir. 2018 yılında Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçilmesiyle birlikte 703 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameyle Hazine Müsteşarlığı ile Maliye Bakanlığı birleştirilmiş olup 2022 yılı itibarıyla Hazine, Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB) çatısı altında faaliyetlerine devam etmektedir.

1.3. HAZİNENİN KURUMSAL FONKSİYONU

Dünya geneline bakıldığında, hazinenin kurumsal fonksiyonları ekonomik sistemin tamamını etkileyebilecek kadar geniştir. Hazinenin kurumsal fonksiyonları; devletin gelirlerini toplamak, giderlerine yönelik harcamalarını yapmak, gelir ve giderlerin yer ve zaman açısından uyumlaştırılmasını sağlamak (nakit yönetimi), devlet adına iç ve dış borçlanmayı gerçekleştirmek, borçların anapara ve faiz ödemelerini (borç servisi) yapmak, devletin yerel parasının dövizle karşı durumunu yönetmek, devletin taşınır ve taşınmaz malvarlıklarını korumak, yönetmek ve değerlendirmek, devletin uluslararası finans kuruluşlarıyla ilişkilerini yürütmek, devletin finansal piyasalar ve finansal kurum/kuruluşlarla ilişkilerini düzenlemek şeklinde ifade edilebilir (Eğilmez, 2011:16-18). Hazinenin kurumsal fonksiyonlarını; nakit yönetimi, borç yönetimi ve varlık yönetimi şeklinde özetlemek mümkündür.



Nakit ve borç yönetimi beraberinde riskler barındırdığı için risk yönetimi de hazinenin kurumsal fonksiyonları arasındadır.

1.3.1. Hazinenin Nakit Yönetimi Fonksiyonu

Hazinenin nakit yönetimi fonksiyonu en genel anlamıyla devletin gelir ve giderlerinin yer ve zaman bakımından denkleştirilmesidir¹⁵ ve bu durum tarihsel olarak hazinenin en eski işlevlerinden biridir. Devletler bir taraftan vergiler, vergi dışı gelirler veya borçlanma yoluyla nakit kaynağı oluştururken; yatırımlar, cari giderler (personellerin maaşı vb.), borç anapara ve faiz ödemeleri nedeniyle harcama yapmaktadır. Devletlerin süreklilik gösteren harcamaları düzenli olarak belirli gün ve aylarda tekrarlanmaktadır. Oysa devletlerin gelirleri giderlerine kıyasla süreklilik göstermemektedir. Bu açıdan, gelir ve gider arasında nakit dengesi ve yönetimi¹⁶ önemli hale gelmektedir (Süler, 2014:14).

Klasik nakit yönetimi gelir ve giderin yer ve zaman bakımından dengesini amaçlarken, modern nakit yönetimi; ödemelerin vadesinde yapılabilmesi için gerekli nakdin hazırlanmasını, ihtiyaç duyulduğunda minimum maliyetle borçlanabilmeyi, kamu kaynaklarını bankacılık sistemi içerisinde etkin kullanabilmeyi ve nakit fazlasını verimli yatırımlarda değerlendirebilmeyi amaçlamaktadır (Lienert, 2009:2). Modern nakit yönetiminde söz konusu amaçlara ulaşabilmek için bazı koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu koşullar; kamuya ait banka hesaplarının merkezileştirilmesi ve Tek Hazine Hesabının¹⁷ (THH) oluşturulması, nakit yönetimi planı çerçevesinin açık bir şekilde belirtilmesi, kısa vadeli nakit giriş-çıkış tahminlerine ilişkin doğru

15 Gelirlerin ve giderlerin farklı zaman dilimlerinde gerçekleşmesi sebebiyle bu zaman farklılığının nakit yönetimi çerçevesinde denkleştirilmesini “zaman itibarıyla denkleştirme” kavramı ifade etmektedir. “Yer itibarıyla denkleştirme” kavramı ise farklı bölgelerden elde edilen gelirler ile tüm bölgelerdeki harcamaların karşılanabilmesini ifade etmektedir (Karataş, 2019:3).

16 Nakit yönetimi bütçe yönetiminden farklıdır. Bütçe yönetimi, bütçede öngörülmuş mali limitler çerçevesinde bütçenin yönetilmesiyle ilgiliyken; nakit yönetimi kamu tarafından ödemelerin gerçekleştirilebilmesi için ihtiyaç duyulan nakdin sağlanmasıyla ilgilidir. Bütçedeki gelir ve harcamalara ilişkin nakit giriş-çıkışları arasında zaman açısından uyumsuzluklar söz konusu olmaktadır. Bütçenin uygulanabilmesi için gelir ve giderin nakdi olarak uyumlaştırılması yani nakit yönetiminin yapılması gerekmektedir (Williams, 2010:4-5).

17 Türkiye’de bu hesap, 2018 yılından itibaren kapsamı genişletilmiş bir şekilde Tek Hazine Kurumları Hesabı (THKH) adı altında kullanılmaktadır.



projeksiyonların yapılabilmesi, işlemlerin standartlara uygun şekilde muhasebeleştirilmesi, merkezi hazine, gelir toplayıcı birimler ve harcama yapan kamu kurumları arasında bilgi transferinin zamanında/etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi, kurumsal düzenlemelerin ve görev dağılımının uygun bir şekilde yapılması, modern bankacılık ve ödeme sistemlerinin kullanılması ve kısa vadeli finansal piyasa araçlarının nakit yönetiminde kullanılması şeklindedir (Lienert, 2009:3).

1.3.2. Hazinesinin Borç Yönetimi Fonksiyonu

Hazinesinin borç yönetimi; borçlanırken risk ve maliyet unsurları göz önüne alınarak stratejik bir biçimde hareket edilmesi sürecidir. Faizsizlik prensibi olmayan borç yönetimlerinde faizli borçlanmanın en düşük maliyetle (Özyıldız, 2020:93) ve en az riskle gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır (Wheeler, 2004:98-100). Borç yönetimi stratejisi oluşturulurken yerel ve yabancı para birimi cinsinden borç yükümlülükleri hesaba katılmakta, devlet garantili borçlar ve devlete ait işletmelerin borçları göz önünde bulundurulmaktadır (a.g.e., 2004:5).

Borç yönetiminde makroekonomik istikrarın sağlanması gibi hedefler de gözetilmektedir (COMCECa, 2017:9). Makroekonomik istikrar için borç yönetim birimlerince oluşturulacak borçlanma politikasının maliye ve para politikalarıyla uyumlu olması beklenmektedir (Balıbek vd., 2012:48-49). Ayrıca, borçlanma politikası oluşturulurken piyasadaki tüm paydaşların göz önüne alınması gerektiği ve borçlanmayla ilgili sürecin şeffaf ve hesap verilebilir nitelikte kamuoyuyla paylaşılmasının borçlanmanın etkinliği açısından önemli olduğu vurgulanmaktadır (IMF and World Bank, 2002:25-26).

Şeffaflık ve hesap verilebilirlik kapsamında borç yönetiminde; yasal altyapı, kurumlararası görev dağılımı, borçlanma yöntemleri (ihale vb.), toplanan talep, ihraç miktarı, kullanılan borçlanma araçları, borç stoku ve kompozisyonu, borçlanma vadesi ve faiz oranları, döviz cinsi, hazine garantileri, borç anapara ve faiz ödemeleri (borç servisi) ile borçlanma stratejilerine ilişkin bilgilerin bir finansman programı çerçevesinde kamuoyuyla paylaşılması beklenmektedir (Egeli ve Tandircioğlu, 2009:18; Nart, 2013:94-95). Borç yö-



netiminde; devlet tarafından ihraç edilecek kamu kağıtlarının vade yapısı ve hangi para biriminde ihraç edileceği, endekslenme (enflasyon, döviz vb.) türü, ihraca ilişkin arz ve talep, borç yöneticileri tarafından karar alma sürecinde önem verilen hususlardır (Çaşkurlu, 2007:16).

Hazinenin borç yönetimi fonksiyonuna ilişkin burada genel hatlarıyla paylaşılan bilgilerin yanı sıra çalışmanın ikinci bölümünde daha detaylı bilgiler paylaşılacaktır.

1.3.3. Hazinenin Risk Yönetimi Fonksiyonu

Hazinelere nakit ve borç yönetimi fonksiyonlarını yerine getirirken finansal ve operasyonel olarak birçok riske maruz kalmaktadır. Dolayısıyla, bu fonksiyonların etkin bir biçimde sürdürülebilmesi için risk yönetimi zorunlu olmaktadır (Karataş, 2019:107). Risklerin bir kısmı doğrudan hazineyi etkilemekteyken bir kısmı ise belirli koşulların gerçekleşmesi durumunda hazineye yükümlülük getirmektedir. Hazinenin karşılaştığı riskler; bütçe riski, piyasa riski, kredi riski ve koşullu yükümlülükler¹⁸ riski, likidite riski, operasyonel risk ve borcu çevirme riski şeklinde ifade edilmektedir (a.g.e., 2019:110; Wheeler, 2004:98-100). Hazinenin risk yönetimi fonksiyonu aracılığıyla söz konusu riskler yönetilmekte ve oluşabilecek ilave maliyetler önlenmeye çalışılmaktadır (IMF and World Bank, 2001:10).

1.3.4. Hazinenin Varlık Yönetimi Fonksiyonu

Hazinenin varlık yönetimi fonksiyonu; organizasyonel ve kurumsal hedefler çerçevesinde, ihtiyaç duyulan varlıkların ve finansman gereksinimlerinin tespiti, varlıkların mülkiyetinin elde edilmesi ile sahip olunan varlıkların gerektirdiği lojistik ve bakım desteklerinin sağlanması ve ömrü tükenmiş varlıkların yenilenmesine ilişkin faaliyetler bütünüdür (Hastings, 2009:4). Kamu

18 Koşullu yükümlülüklerin en belirgin özelliği, adı üstünde, koşulların oluşmaması durumunda yükümlülüğün oluşmamasıdır. Başka bir anlatımla, koşullu yükümlülükler oluşmadan devletin yükümlülüğü de oluşmaz. Yap-işlet-devret ve yap-kirala-devret modelleri olarak bilinen kamu-özel işbirliği projeleri de hazinelere açısından koşullu yükümlülük kapsamında değerlendirilmektedir. Ülkelerdeki kurumlar, mevcut modeller çerçevesinde yatırım amacıyla yurtdışından finansman sağlaması durumunda projeyi gerçekleştirecek kurumlara ülke hazineleri garantör olmaktadır (Özyıldız, 2020:284-285). Bir başka deyişle koşullu yükümlülükler, hazine garantileri ve borç üstlenim taahhütleridir (Karataş, 2019:110)



varlık yönetimi çerçevesinde değerlendirildiğinde, kamunun mülkiyetinde olan bütün varlıkların yönetimi gündeme gelse, Hazine açısından finansal varlıkların yönetimi daha önemlidir. Finansal varlık yönetiminde süreç, finansal planlamayla başlar mali raporlamayla sonuçlanır. Bu süreçte, bütçe gerçekleştirmeleri için gereken kaynağı minimum maliyetle sağlamak hedeflenmektedir. Ayrıca, borç yönetimine borçlanmaların tespiti ve nakit ihtiyacının belirlenmesi hususunda girdi sağlanmaktadır (Tandberg, 2005:6-8).

Finansal varlık yönetimi, nakit yönetimi ve nakit dışındaki finansal varlıkların yönetimi şeklinde 2'ye ayrılmaktadır. Nakit yönetimi, kamu yükümlülüklerinin minimum maliyetle uygun zaman ve miktarda karşılanmasıdır. Nakit dışındaki finansal varlıkların yönetimi; döviz kuru ve kredi riski gibi riskleri azaltacak ve bilançoda aktif (varlık) - pasif (yükümlülük) dengesi yakalanmak üzere gerek türev ürünleri gerekse de fonları içerecek şekilde araçların kullanılmasıyla varlıkların yönetimi işlemlerini kapsamaktadır. Ülkeler arasında farklılık gösterse de nakit dışı finansal varlıklar arasında; vergi alacakları, sağlanan kredi ve garantilerden meydana gelen alacaklar, kamu iktisadi teşebbüsleri pay sahiplikleri ve altyapı yatırımlarından meydana gelen varlıklar ile türev işlemler nedeniyle oluşan alacaklar yer almaktadır. Ülkeler tarafından söz konusu varlıkların yönetilmesi için; takas ve opsiyon gibi türev araçlar, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ve fon oluşturulması gibi enstrümanlar kullanılmaktadır (Yılmaz vd., 2012:282-283).

Yukarıda değinildiği üzere, hazinenin kurumsal fonksiyonlarını; nakit yönetimi, borç yönetimi ve varlık yönetimi şeklinde özetlemek mümkündür. Nakit ve borç yönetimi beraberinde riskler barındırdığı için risk yönetimi de hazinenin kurumsal fonksiyonları arasındadır. Hazinenin kurumsal fonksiyonları arasında yer alan borç yönetimine çalışmanın bu bölümünde genel hatlarıyla yer verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde devlet hazinelerinin borç yönetimi fonksiyonuna ve borç yönetimi kapsamında gerçekleştirdiği borçlanma işlemlerine detaylıca bakılacak olup söz konusu işlemlerin İslam iktisadi perspektifinden değerlendirilmesine yer verilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

HAZİNE BORÇ YÖNETİM İŞLEMLERİNE GENEL BAKIŞ

2.1.	BORÇ YÖNETİMİNİN KAPSAMI VE AMAÇLARI	35
2.2.	BORÇ YÖNETİMİNİN UNSURLARI VE FONKSİYONLARI	39
2.2.1.	Borç Yönetiminin Unsurları	39
2.2.2.	Borç Yönetiminin Fonksiyonları	39
2.3.	BORÇ YÖNETİMİ İŞLEMLERİNİN ANA ÖĞESİ OLARAK BORÇLANMAYA BAKIŞ	43
2.3.1.	Borçlanmaya İktisadi Düşünce Ekollerinin Yaklaşımları	43
2.3.2.	Borçlanmanın Kaynakları Açısından Sınıflandırılması	47
2.3.2.1.	İç Borçlanma Kavramı	47
2.3.2.2.	Dış Borçlanma Kavramı	54
2.4.	TÜRK HAZİNESİ'NDE BORÇ YÖNETİMİ	66
2.5.	İSLAM İKTİSADI AÇISINDAN DEĞERLENDİRME	80



HAZİNE BORÇ YÖNETİM İŞLEMLERİNE GENEL BAKIŞ

2.1. BORÇ YÖNETİMİNİN KAPSAMI VE AMAÇLARI

Devletler görevlerini yerine getirmek için gelire ihtiyaç duymaktadır. Devletin esas gelir kaynağı vergilerdir ve vergi gelirlerinin yeterli olmadığı durumlarda devletler finansman ihtiyacını karşılamak için borçlanma yoluna gidebilmektedir. Devlet adına borçlanmayı hazine kurumları yerine getirmektedir. Hazineler tarafından faizsizlik prensibi olmadan yapılan borçlanmada elde edilen gelir vergilerden farklı olarak devlete anapara ve faiz ödenmesi gibi ilave yükümlülükler getirmektedir. Hazineler borçlanmaya; sadece bütçe açığının finansmanı için değil aynı zamanda büyük ölçekli altyapı projelerinin fon ihtiyacını karşılamak ve ekonomide istikrarı sağlamak amacıyla gidebilmektedir. Hazineler borçlanmayı; ekonomik büyüme, istihdam sağlama ve gelir dağılımında adalet gibi makro iktisadi hedeflere ulaşabilmek için politika aracı olarak da kullanabilmektedir (Yılmaz, 2020:8). Bu nedenle, hazineler tarafından yapılan borçlanma, ekonomide yer alan birçok makro iktisadi değişkeni gerek finansmanın elde edilmesi gerekse de borcun anapara ve faizinin ödenmesi aşamasında etkilemektedir.

Hazineler; uygun borçlanma koşullarının oluşturulması, borçların sürdürülebilirliği ve oluşabilecek borç krizlerine karşı önlem alınabilmesi için borç yönetimine önem vermektedir (Çaşkurlu, 2007:1). Hazinesinin borç yönetimi, borçlanırken risk ve maliyet unsurları göz önüne alınarak stratejik bir biçimde hareket edilmesi sürecidir. Faizsizlik prensibi olmayan borç yönetimlerinde faizli borçlanmanın en düşük maliyetle (Özyıldız, 2020:93) ve en az riskle gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır (Wheeler, 2004:98-100). Bir



başka yaklaşımla borç yönetiminin amacı, kalkınma hedefleri ve makro iktisadi dengeler gözetilerek iç ya da dış borçlanmayla elde edilecek finansmanın piyasa koşulları ve riskler göz önüne alınarak en az maliyetle elde edilmesidir. Borç yönetimi kapsamında; borçlanma araçlarının yapısı, borçlanmanın vade yapısı, borçlanma kaynakları, borçlanma yöntemleri, borcun kompozisyonu, borçlanma politikaları ve borçlanmanın yapıldığı piyasalar önemli hususlar arasında yer almaktadır (Özyıldız, 2020:95). Borç yönetimi stratejisi oluşturulurken yerel ve yabancı para birimi cinsinden borç yükümlülükleri hesaba katılmakta, devlet garantili borçlar ve devlete ait işletmelerin borçları göz önünde bulundurulmaktadır (Wheeler, 2004:5). Borç yönetiminin özelliklerine ilişkin genel çerçevedeki bilgiler Tablo 2.1’de sunulmaktadır:

Tablo 2.1. Borç Yönetiminin Özellikleri

Borç Yönetimi	
Dar Anlam	Bütçe açığının finanse edilmesi amacıyla sadece maliyet minimizasyonu göz önüne alınarak borçlanılmasıdır.
Geniş Anlam	Borç sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüklerin yanı sıra hükümetin ekonomik politika hedeflerine ulaşabilmesi için borcun miktar ve yapısında düzenleme yapılarak, özel sektör paydaşlarını da içerecek şekilde şeffaflık ve hesap verilebilirlik temelinde aktif karar alınması ve en düşük maliyetle borçlanılması hedefinin yanında en az riski barındıran stratejilerin oluşturulup yönetilmesidir.
Temel Amaç	Bütçe açığının finansmanı için borçlanmaya gidilmesidir.
Diğer Amaçlar	Temel amaç dışında, hükümetin ekonomi politikası hedeflerine ulaşabilmesi için borçlanmaya gidilmesidir.
Kıt’a Avrupası Görüşü	Borçlanma anlaşmasının yapılması, borçlanmayla ilgili taahhütlerin yerine getirilmesi ve anlaşmada meydana gelebilecek olası değişikliklerin yönetimidir.
Anglo Sakson Görüşü	Devletin yapılan sözleşmeleri göz önüne alarak, bütçe açısından bir ihtiyaç olmasa dahi, borcun miktar ve yapısını düzenlemesidir.
Pasif Borç Yönetimi	Faizsizlik prensibi olmayan borç yönetiminde borçlanılacak miktarın uygun piyasadan temin edilmesi, borcun anapara ve faiz ödemelerine ilişkin sürecin takibi ve muhasebeleştirilip raporlanmasıdır.
Aktif Borç Yönetimi	Pasif borç yönetimine ilave olarak, özel sektörün de borç yönetiminde aktif olarak karar verme sürecinde yer alması, ayrıca teknik düzeyde risk ve maliyet unsurlarını da içerecek şekilde borcun yönetilmesidir.

Kaynak: Çaşkurlu, E., “İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve sonrası)”, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, 2007, s.10.



Faizsizlik prensibi olmayan borç yönetiminde aktif borç yönetimi politikaları arasında türev araçların kullanımı, ihraç edilmiş senetlerin geri alımı, takas ihaleleri ve senetlerin konsolidasyonu gibi işlemler yer almaktadır (Süler, 2014:37). Borç yönetiminde borç miktarı kadar borcun kompozisyonu (döviz cinsinden olup olmaması, vade yapısı, faiz oranı, hazine garantisi gibi koşullu yükümlülükler) da önemlidir. Genelde kısa vadeli borçlanmalarda uzun vadeli borçlanmalara göre faiz oranı daha düşük bir seviyede gerçekleşmektedir. Uzun vadeli borçlanmalarda enflasyon riski gibi riskler söz konusu olduğu için borçlanabilmek için ilave faiz maliyetine katlanılmaktadır. Borç yönetiminde hükümetler tarafından daha uygun maliyetli olması açısından kısa vadeli ve değişken faizli borçlanma tercih edilsede borçların geri ödemesi geldiğinde finansal anlamda kriz ortamları oluşabilmektedir. Kur riski borçlanan tarafa (hükümete) aktarıldığı için dövizde endeksli borçlanma yerel para cinsinden borçlanmaya göre maliyet açısından daha düşük bir seviyede olabilsede, kurlarda yaşanacak şoklar hükümetleri borçlanma maliyetleri açısından zor durumda bırakabilmektedir. Bu gerekçeyle, borç yönetiminde uygulanacak borçlanma politikalarının söz konusu riskleri içerecek şekilde tasarlanmasının önemine vurgu yapılmaktadır (IMF and Worldbank, 2001:2).

Borç yönetimi gerçekleştirilirken; para ve maliye politikasıyla uyumlu, şeffaf ve hesap verilebilir bir borçlanma politikasının gerekli olduğu ifade edilmektedir. Para ve maliye politikasının uyumu ise kısa ve uzun vadede borçlanma maliyetleri açısından oldukça önemlidir (Özyıldız, 2020:92). Şeffaflık ve hesap verilebilirlik kapsamında borç yönetiminde yasal altyapı, kurumlararası görev dağılımı, borçlanma yöntemleri (ihale vb.), toplanan talep, ihraç miktarı, kullanılan borçlanma araçları, borç stoku ve kompozisyonu, borçlanma vadesi ve faiz oranları, döviz cinsi, hazine garantileri, borç anapara ve faiz ödemeleri (borç servisi) ile borçlanma stratejilerine ilişkin bilgilerin bir finansman programı çerçevesinde kamuoyuyla paylaşılması beklenmektedir (Egeli ve Tandırıcıoğlu, 2009:18; Nart, 2013:94-95). Borç yönetiminde; devlet tarafından ihraç edilecek kamu kağıtlarının vade yapısı ve hangi para biriminde ihraç edileceği, endekslenme (enflasyon, döviz vb.) türü, ihraca ilişkin arz ve talep borç yöneticileri tarafından karar alma sürecinde önem verilen hususlardır (Çaşkurlu, 2007:16).



İç borç yönetimi gerçekleştirilirken; iç borçlanmanın ihraç miktarı, vade yapısı ve faiz oranı bileşimi, iç borç stokundaki faiz yükü ve iç borçlanmaya ihraç sürecinde aracı olan finansal kurumlara (örneğin; merkez bankaları vb.) yapılan komisyon ödemeleri dikkate alınmaktadır (Gürler, 1998:47-48). Dış borç yönetiminde ise; dış borçlanmanın etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi, elde edilen fonların nereye aktarılacağı, ödeme takvimi, dış borç yükümlülüklerinin düzenlenmesi, istatistiki verinin toplanması, anapara ve faiz ödemelerinin (borç servisi) tahmin edilmesi, borcun döviz cinsinden bileşimi ve miktarı, borçlanmanın izlenmesi ve kontrolü dikkate alınması gereken hususlar olarak ifade edilmektedir (Nart, 2013:88).

Dış borç yönetiminde; uluslararası finansal piyasalarda döviz kuru ve faiz oranlarındaki oynaklığın ortaya çıkarabileceği maliyet ve riskleri minimum seviyede tutabilmek için söz konusu piyasalarda kullanılacak araçlarla etkin bir şekilde hareket edilmesi ve dış borç stokunun sürdürülebilir bir seviyede tutulması amaçlanmaktadır. Bunun yanında dış borç yönetimi gerçekleştirilirken; borçların vade yapısı, döviz cinsi bileşimi, anapara ve faiz ödemeleri (borç servisi), elde edilen fonların verimli alanlara aktarılması ve borç yükünün azaltılması gibi hususlar göz önüne alınmakta ve ülkenin ekonomik büyümesi, kamu maliyesi, ödemeler dengesi bilançosu, döviz rezerv açığı, borç stokunun yapısı, borç ödeme kapasitesi, ihracat gelirleri ve ithalat giderleri, kamu yatırımları gibi hususları içeren gerçekçi makro projeksiyonların hazırlanması beklenmektedir. Ayrıca, dış borçlara yönelik uluslararası standartlarla uyumlu olacak şekilde oluşturulacak istatistiksel veri tabanının ve örgütlenmiş kurumsal yapının dış borç yönetiminde etkin stratejiler oluşturmaya yardımcı olacağı ifade edilmektedir (Sarı, 2004:31-35; Bangura vd., 2000:3-19).

Hazinelerin borç yönetiminde, maliyetleri azaltmak ve riskleri minimum hale getirebilmek için borçlanma senetlerine ilişkin ikincil piyasanın etkinliğini artıracak ve yatırımcı tabanını genişletecek politikaları geliştirmesinin önemi vurgulanmaktadır (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009:19).

Ülkelerin tecrübeleri göz önüne alındığında borç yönetiminde başarılı olmuş ülkeler; borç yönetiminde ilgili paydaşları koordine edebilen, sağlam



bir veri tabanı olan, teknolojik donanımı yeterli ve risk yönetim araçlarını etkin bir şekilde uygulayabilen ülkelerdir (Sarı, 2004:115).

2.2. BORÇ YÖNETİMİNİN UNSURLARI VE FONKSİYONLARI

2.2.1. Borç Yönetiminin Unsurları

Borç yönetimi unsurları; borcun miktarı ve bileşimi (kompozisyonu) şeklindedir. Borcun miktarı, borcun büyüklüğüyle ilgilidir. Devlet tarafından yükümlülük altına girilen borcun miktarı arttıkça ve yüksek oranda borç yükü olduğunda borcun doğru mekanizmalarla yönetilmesi kritik önem taşımaktadır. Borcun bileşimi (kompozisyonu); borcun faiz oranı (maliyeti), vade yapısı, borcun endesklenmesi, para birimi, borcun garantili olup olmaması gibi özellikleri içeren ve borcun kompozisyonunu göstermek için kullanılan bir kavramdır. Borç yöneticileri borcun kompozisyonu çerçevesinde maliyet ve riskleri minimize ederek optimal bir şekilde borçlanmayı hedeflemektedir (Becker, 2003:2). Borcun bileşimi konversiyon ve konsolidasyon gibi olağanüstü durumlarda uygulanan borç yönetimi işlemleriyle değiştirilebilmektedir. Konversiyon işlemiyle, yüksek faizli borç düşük faizli borca dönüştürülürken, konsolidasyon işlemiyle kısa vadeli borç uzun vadeli borca çevrilmektedir (Köstekçi ve Yıldız, 2019:7).

2.2.2. Borç Yönetiminin Fonksiyonları

Borç yönetimi fonksiyonları; idari/yönetimsel ve uygulamadaki fonksiyonlar olmak üzere iki kısma ayrılmaktadır. İdari/yönetimsel fonksiyonlar; *politika fonksiyonu*, *düzenleyici fonksiyon* ve *kaynak sağlama fonksiyonu* şeklinde ifade edilmektedir. Uygulamadaki fonksiyonlar ise; *muhasebe fonksiyonu*, *kayıt fonksiyonu*, *analitik fonksiyon*, *riskleri analiz fonksiyonu*, *ikincil piyasa fonksiyonu*, *kontrol etme ve izleme fonksiyonu*, *tahmin fonksiyonu* ve *bilgi fonksiyonu* şeklinde sınıflandırılabilir (Cosio-Pascal, 2006:5; Hanif, 2002:46-50).

Politika fonksiyonu, borç yönetimine ilişkin hedefleri ve izlenecek borçlanma stratejilerini içermektedir. Borç yönetimi hedefleri ve borçlanma stratejisi aslında bir ülkenin kalkınma stratejisine bağlı olarak o ülkenin makro-



ekonomik stratejisinin içinde yer almakta ve hangi maliyet ve riskten, vadeden ve para birimi bileşiminden borçlanılacağına ilişkin unsurları sağlamaktadır. Ayrıca, söz konusu hedefler ve stratejiyle, bütçe açığı da göz önüne alınarak, iç ya da dış kaynakların, geliştirilecek projeksiyonlarla hangi şartlarda nasıl kullanılacağına ilişkin bir yol haritası belirlenmektedir. Devletin mali yapısı dikkate alınarak, hazine tarafından sağlanacak garantiler, borçlanma tavanı ve borçlanma senetleri piyasasına ilişkin geliştirilecek politikalar da bu fonksiyon kapsamındadır (a.g.e., 2006:6).

Düzenleyici fonksiyon, başarılı bir borçlanma stratejisinin geliştirilebilmesi için iyi tanımlanmış yasal bir çerçeveyi içermektedir. Bu yasal çerçeve, kapsayıcı bir Kamu Mali Yönetimi Kanunu ya da en azından Kamu Borç Kanunu ile borç yönetimi işlemlerinde rol alan bütün kurumlara ilişkin kuralları ve düzenlemeleri içeren kurumsal çerçeveyi gerektirmektedir. Bu fonksiyonla ayrıca, her bir mali yıl bütçe kanunu aracılığıyla iç ve dış borçlanma tavanının belirlenmesi ve borçluluk göstergelerine göre borçlanmaya sınırlar getirilmesi düzenlenmektedir. Makroekonomideki değişikliklere göre bu fonksiyon kapsamında belirtilen hususlarda düzenlemeye gidilebilmektedir (a.g.e., 2006:6-7).

Kaynak sağlama fonksiyonu, borç yönetimiyle ilgili işlemlerin nitelikli insan kaynağıyla mümkün olduğunu vurgulamaktadır. Bu fonksiyon ayrıca, borç yönetim ofislerince borç yönetimi işlemlerinin etkin bir biçimde yerine getirilmesi için bilgisayar temelli yönetim sistemleri, borç verilerinin işlenmesi ve borç yönetimiyle ilgili diğer konularda insan kaynağına eğitim programlarının düzenlenmesini içermektedir (a.g.e., 2006:7-8).

Muhasebe fonksiyonu, borcun kapsamı, borç servisinin (anapara+faiz ödemesi) ne zaman yapılacağı ve miktarı gibi detayları muhasebeleştirme ve raporlama aracılığıyla sağlamaktadır. Bu fonksiyon borçlanmaya ilişkin strateji oluşturulmasını kolaylaştırmakta ve borç yönetimini daha etkin hale getirmektedir (Hanif, 2002:47).

Kayıt fonksiyonu, diğer fonksiyonlar için temel teşkil eden bir borç yönetimi fonksiyonu olup, borç verilerinin toplanması, depolanması, doğrulanması ve yayınlanması süreçlerini içermektedir. Bu fonksiyon kamu muhasebe-



si için veri sağlamaktadır. Verilerin toplanarak işlenir hale gelmesiyle farklı istatistiksel analizlerde kullanılmak üzere bilgi kaynağı oluşmaktadır. Bu fonksiyon ile alacaklılara yapılacak dönemsel ödemelere ilişkin detaylar sistematik olarak tutulmaktadır. Bu arada, devlet hazineleri kayıt fonksiyonu için nitelikli personel istihdamı yapmakla sorumlu olmaktadır (Cosio-Pascal, 2006:9). Kayıt fonksiyonunun etkin bir şekilde yerine getirilmesinin borç yönetiminde daha doğru kararlar almak ve başarılı bir borç yönetimi uygulamak için son derece önemli olduğu ifade edilmektedir (Sarı, 2004:35).

Analitik fonksiyon, kayıt fonksiyonu aracılığıyla elde edilen bilgi ve veriler çerçevesinde makroekonomik analizler yapılmasını içermektedir. Bu fonksiyon aracılığıyla ekonominin gidişatı ve finansal piyasa şartları göz önüne alınarak geleceğe yönelik projeksiyonlar yapılabilmekte ve borçlanma kararı verilebilmektedir (UNCTAD, 1999:6).

Riskleri analiz fonksiyonu, borçlanma yapılırken döviz kuru ve faiz oranlarında meydana gelebilecek muhtemel oynaklıklara karşı borç yönetiminin konum almasını içermektedir. Örneğin; ihracat ve ithalatın fiyatında nispi değişimler yaşanması durumunda ödemeler dengesinde bozulmalar oluşabilmektedir. Varsayalım ki ülkenin ihracat gelirleri Avro cinsinden ve dış borcu da İngiliz Sterlini cinsinden olsun. Avronun İngiliz Sterlinine karşı değer kaybetmesi durumunda kur dengesi bozulacak ve dış borç servisi gerçekleştirilirken ilave maliyet ortaya çıkacaktır. Ayrıca, borç stoku özellikle değişken faizli borçlardan oluşuyorsa ekonomide ve finansal sistemde yaşanabilecek herhangi bir şok karşısında faiz oranlarında artışlar meydana gelebilecek ve borçlu taraf borçların geri ödenmesinde ilave faiz maliyetine katlanmak zorunda kalacaktır (Hanif, 2002:48). Borç yönetiminin risk analizi fonksiyonuyla, döviz kuru ve faiz oranında meydana gelebilecek muhtemel oynaklıklara karşı risklerin analiz edilmesi ve minimum risk seviyesiyle borçlanması hedeflenmektedir. Bunun yanında; devlet garantisi altında verilen borçlar, yerel yatırımcıya verilen krediler, şarta bağlı yükümlülükler (contingent liabilities) de risk analizi fonksiyonu kapsamında değerlendirilmektedir. Devletin garantör olması ya da kredi sağlamasından faydalanan yararlanıcılar, devletin karşılaşacağı muhtemel riskler nedeniyle



le ilave risk primine katlanabilmektedir. Ayrıca, devlet söz konusu yararlanıcılardan risklerin yönetilebilmesi açısından teminat da talep edebilmektedir (Cosio-Pascal, 2006:11).

İkincil piyasa fonksiyonu, borçlanma araçlarının ikincil piyasada etkin bir şekilde alınıp satılması için borç yönetiminin düzenleme yapmasını içermektedir. İkincil piyasalar organize piyasalar ve organize olmayan piyasalar olmak üzere 2 şekilde ifade edilebilmektedir. Organize piyasa; kurumsal yapısı gelişmiş, menkul kıymet alan ve satanların belirli fiziki ortamda bir araya gelebildiği, denetim ve gözetim mekanizması belirli kurumlarca işletilen piyasalardır. Organize piyasalara örnek olarak borsalar gösterilebilir. Organize olmayan piyasa (tezgahüstü piyasalar, over-the-counter (OTC)) ise; menkul kıymet alan ve satanların belirli bir fiziki mekânda bir araya gelmediği, yasal olarak kuralları belirlenmemiş ve kurumsal bir denetim ve gözetim mekanizmasına sahip olmayan piyasalardır (Yalta, 2020:56). Bankaların borsada hiç işlem yapmadan kendi aralarında senetleri alıp satmaları (telefonla, elektronik ortamda vb.) durumu ise organize olmayan piyasaya örnek teşkil etmektedir. İkincil piyasada senetler çok fazla el değiştiriyorsa (turnover) piyasanın etkinliği açısından olumlu değerlendirilmektedir. İkincil piyasası etkin olan borçlanma piyasalarında maliyetler daha uygun, menkul kıymetlerin likiditesi daha yüksek ve borç yönetimi daha başarılı olmaktadır.

Kontrol etme ve izleme fonksiyonu, yasalar ve düzenlemelerle uyumlu olarak borçlanma gerçekleştirildikten sonra borç sürecinin takibi, borç stokunun kontrolü, borç servislerinin zamanında yapılabilmesi ve borçlanma araçlarının çeşitlendirilmesine ilişkin piyasaların izlenmesi gibi unsurları içermektedir. Bu fonksiyon borçlanmanın sürdürülebilirliği açısından önemli bir rol üstlenmektedir (UNCTAD, 1999:7).

Tahmin fonksiyonu, devletin gelir ve gider akışının zaman içinde (örneğin; haftalık ve aylık temelde) tahmin edilerek nakit açığı oluşması durumunda borçlanmaya başvurulmasını içermektedir. Tahminler; ciddi analizlere, hazinence yaptırılan anketlere ve makroekonomik projeksiyonlara dayanmaktadır. Tahminler için kurumlardan elde edilen bilgi ve veriler tahminlerin



doğru yapılabilmesi için önemli olmakta ve bu bağlamda kurumlararası etkin koordinasyon borç yönetiminin başarısına katkı sağlamaktadır (Hanif, 2002:47).

Bilgi fonksiyonu, borç yönetim birimlerinin borçlanmayla ilgili (ihraç süreci, miktarı, borçlanma araçlarının çeşitliliği vb.) olarak piyasaya uygun zamanda bilgi vermesi ve piyasadan bilgi almasını içermektedir. Günümüzde elektronik bilgi sisteminin gelişmesiyle borç yönetim birimleri ile finansal piyasada yer alan kuruluşlar, yatırımcılar, aracılar, brokerlar ve diğer piyasa katılımcıları arasında bilgi paylaşımı kolaylaşmıştır. Borç yönetiminin başarılı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için taraflar arasındaki bilgi paylaşımının şeffaf bir biçimde ve doğru zamanda yapılması beklenmektedir (Hanif, 2002:50).

2.3. BORÇ YÖNETİMİ İŞLEMLERİNİN ANA ÖĞESİ OLARAK BORÇLANMAYA BAKIŞ

2.3.1. Borçlanmaya İktisadi Düşünce Ekollerinin Yaklaşımları

Kronolojik açıdan değerlendirildiğinde borçlanmaya ilişkin iktisadi olarak ilk yaklaşımlar Merkantalist iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Merkantalist iktisatçılardan Jean Bodin'e göre faiz içeren borçlanma kamu maliyesindeki dengeleri bozmaktadır. Bu düşünce okulundan Melon ise borçlanmanın iktisadi kalkınma için gerekli olduğunu belirtmiş ve borçlanmanın doğru şekilde kullanılmasıyla vücuda yararlı bir besin gibi ekonomiye faydalı olacağını vurgulamıştır. Yine aynı ekolden Isaac de Pinto devlet borçlanmasının kamu yararına kullanılmasıyla toplumun refahının artacağını ifade etmiştir. Merkantalist iktisatçı Charles Davenant ise devlet tarafından borçlanmaya sıklıkla başvurulmasının piyasadaki likiditeyi azaltarak faiz oranlarında artışa neden olacağını savunmuştur. Ona göre, kredi ile iş yapan tüccarlar faiz artışından olumsuz etkilenmekte ve ekonomide ticaret zarar görmektedir. Ayrıca, faizlerin artması rantıye sınıfını teşvik etmektedir. Bu gerekçelerle, Charles Davenant faizli borçlanmaya olumsuz yaklaşmıştır (Akdemir ve Yeşilyurt, 2018:291-292).



Fizyokratlara göre borçlanma, faiz oranlarında artışa neden olmaktadır. Yükselen faiz oranları nedeniyle, sermaye akışı üretken sektörlerden üretken olmayan sektörler doğru kaymaktadır. Bu düşüncedeki iktisatçılardan Quesnay, yüksek faiz içeren borç alma-verme işlemlerini kısıtlayan yasaları savunmuştur (Rothbard, 2006:373). Fizyokratlardan Turgot ise, devlet tahvillerinin en düşük riskli yatırım aracı olması dolayısıyla en az getiri sağladığını ifade etmiştir. Ayrıca Turgot, devletin yüksek faiz oranlarından borçlanmasıyla elde ettiği fonların verimsiz yatırımlarda kullanılmasının büyük bir hata olacağı düşüncesindedir (a.g.e., 2006:398).

Klasik iktisatçılara göre yalnızca olağanüstü hallerde (örneğin; savaş, afet vb.) ve büyük çaplı bayındırlık hizmetleri için borçlanma tercih edilmelidir. Klasiklere göre, devlet borçlanmayla piyasadaki fonu toplamakta ve piyasada fon talebi yönünden özel sektörle rekabet içine girmektedir. Fon talebine olan artış faiz oranlarında yükselmeye neden olmakta, özel sektörde yer alan şirketler, düşük faiz oranlarından kredi bulmakta zorlanmakta ve sonuçta bu şirketler ödünç verilebilir fonlar piyasasından dışlanmaktadır. Literatürde bu durum dışlama etkisi (crowding out effect) olarak ifade edilmektedir. Klasik yaklaşımda ayrıca, borçlanma arttıkça borcun anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması için vergilerde artış olacağı vurgulanmakta ve hanehalklarının artan vergilerden dolayı olumsuz etkileneceği belirtilmektedir (Yılmaz, 2020:26). Klasik iktisatçılara göre, devlet borçlanma yoluyla elde ettiği fonu verimli yatırım sektörlerine kanalize etmelidir. Onlara göre, yatırımlardan elde edilen gelir borcun anapara ve faizini karşılayabilecek düzeyde olmalıdır (Çelen ve Zülfüoğlu, 2008:307).

Klasik iktisatçılardan Adam Smith'e göre, savaş durumunda bir ülke zorunlu olarak olağanüstü harcama yapmaktadır. Ona göre, herhangi bir devlet normal şartlar altında hazinesinde yeterince kaynak tasarrufu yapmamışsa savaş ortamında borçlanma ile finansman sağlaması kaçınılmazdır (Smith, 2007:709). Devlet, borç verene vade sonunda anapara ve faizi ödendiğinde, borç veren elde ettiği kaynağı üretken yatırım sektörlerine aktarmıyorsa ülke ekonomisinin gelişimine katkı sağlanmamaktadır. Borç faizleri, üretken sektörde çalışan bireylerden vergi olarak alınıp, üretken olmayan sektörde



iş yapan sermayedarlara aktarılıyorsa ekonomi negatif etkilenecektir. Smith'e göre savaş durumunda harcamalar için finansman kaynağının vergiler yerine uzun vadeli borçlanmayla elde edilmesi ekonomiye daha az zarar verecektir. Smith, tarım sektörüne temel gelir kaynağı olması açısından özel önem verdiği için devlet borçlarının ödenmesi aşamasında arazi üzerinden yapılacak vergilendirmeye de olumsuz bakmaktadır. Ayrıca Smith, devletin borçlanma ihtiyacının azalması için kamu harcamalarında (özellikle idari harcamalar) savurganlığın azaltılmasının önemini vurgulamaktadır (a.g.e., 2008:292-297).

Klasik iktisatçılardan Jean-Baptiste Say, devlet borçlanmasıyla elde edilen fonların verimli alanlara tahsis edilmediğini öne sürmektedir. Ona göre, devletin borçlanma yoluyla elde ettiği fonlar verimsiz alanlara kanalize edilmekte, kullanılan fonların gelir olarak bir geri dönüşü olmamakta ve devlet borçlanması ilave faiz yüküne neden olmaktadır. Say, olağanüstü durumlarda devlet borçlanmasının gelecek nesilleri borç yüküne ortak ettiğini düşünmekte ve borçlanmanın ancak verimli yatırımlar için ekonomiye kazandırılmayan atıl fonlardan yapılması gerektiği görüşündedir (Say, 2001:251-253).

Klasik iktisatçılardan David Ricardo'ya göre, devlet tarafından borçlanmaya ancak olağanüstü (savaş vb.) koşullarda gidilmelidir. Ricardo'ya göre, devlet borçlanmasıyla oluşacak faiz ödemeleri vatandaşlar üzerinde ilave vergi yükü anlamına gelmektedir. Ricardo tarafından geliştirilen Ricardocu Denklik Teoremi'ne göre ise devletin borçlanmasında meydana gelecek artışlar, rasyonel bireyler tarafından ileride vergilerin artacağı şeklinde algılanmakta ve bu bireyler tasarruflarını artırmaya başlamaktadır. Bu gerekçeyle ekonomideki toplam tasarrufun değişmeyeceği vurgulanmaktadır. Bu teoreme göre, kamunun tasarruf etme yeteneğindeki azalış, özel sektör tarafından artan tasarruf miktarıyla dengelenecektir. Nihai durumda, ekonomideki parametrelerde herhangi bir değişiklik olmayacaktır (Çelen ve Zülfüoğlu, 2008:299-303).

Klasik iktisatçılardan John Stuart Mill, kamunun geçici finansman ihtiyaçları için kısa vadeli devlet borçlanmasını olağan bir süreç olarak değerlen-



dirmektedir. Mill'e göre, borçlanma ile elde edilen finansman üretken ve istihdam oluşturacak sektörlerde kullanılmalıdır. Ayrıca Mill, devlet borç miktarındaki yükselişin ulusal sermayedeki artıştan daha az olması durumunda borçlanmanın ekonomiye çok ciddi etkilerinin olmayacağını ifade etmektedir. Borçlanmanın yurt içi kaynaklardan yapılmasının ülkenin ekonomik refahına ciddi bir katkı sunmayacağını belirten Mill, borç faiz ödemelerinin ise ilave vergi yükü anlamı taşıdığını vurgulamaktadır. Ayrıca ona göre yeteri kadar gelir fazlası oluşturulamaması durumunda, devlet bazı kamu mülklerini satıp borçlarını itfa ederek borçlanmanın negatif etkilerini minimize edebilir. Mill, devlet borçlanmasının tabana yayılarak, görece düşük miktarda fon sahibi olan alt gelir grubundan yapılmasının olumlu olabileceğini belirtmektedir. Bu yolla, yatırım imkânı sınırlı olan bu kesimin tasarrufları değerlendirilmiş olacak ve borçlanma toplum yararına olumlu katkı sunabilecektir (a.g.e., 2008:304-306).

Keynesyen iktisadın kurucusu John Maynard Keynes'e göre, borçlanma tam istihdam düzeyine ulaşmak amacıyla gerçekleştirilmelidir (Yılmaz, 2012:5). Keynes'e göre, devlet tarafından borçlanma yoluyla sağlanan finansman, özel sektörün ölçek büyüklüğü nedeniyle gerçekleştiremediği kamu altyapı yatırımlarında kullanılmalıdır (Çevik ve Cural, 2013:117). Keynes, borçlanmanın gerektiğinde iktisadi bir politika unsuru olarak kullanılmasının ekonomiye zarar vermeyeceği kanaatindeydi (Çoban vd., 2008: 246). Keynesyen yaklaşımda, Klasiklerin aksine, borçlanma olağan bir finansman yöntemi olarak değerlendirilmektedir. Keynesyen iktisatçılara göre, borçlanma yoluyla yeni bir finansman kaynağı elde edildiği için ekonomide canlanma meydana gelebilecek ve talep yetersizliği sorunu çözülebilecektir. Genel olarak bu yaklaşımdaki iktisatçılar borçlanmayı ekonomi için sorun olarak görmemektedir (Şeker, 2006:78-79).

Monetarist (parasalcı) iktisatçı Milton Friedman'a göre, devlet borçlanmasıyla özel sektörün kullanabileceği fonlar kamu tarafından kullanılmaktadır (Yılmaz, 2020:29). Ona göre, bütçe açıklarının finansmanı için borçlanılmasıyla saklı bir vergilendirme söz konusu olmaktadır (Hazırolan, 2017:17).



Neo-klasik iktisatçılara göre bütçe açıklarını kapatmak için ihtiyaç duyulan finansmanı borçlanma ya da vergilendirme yoluyla elde etmek benzer etkilere neden olmaktadır. Hangi yöntem seçilirse seçilsin fon akışı özel sektörden devlete doğru gerçekleşmektedir. Ancak, vergilendirme yolu seçilirse özel sektör yatırımlarında bir azalma olacağından kamu açıklarının finansmanı için borçlanmanın tercih edilmesinin daha uygun olabileceği görüşündedirler (Yılmaz, 2020:27). Ayrıca, bu yaklaşımdaki iktisatçılar, borçlanmaya ilişkin anapara ve faiz geri ödemelerinin vergiler yoluyla gelecek kuşaklara bir yük olarak miras kalacağını ifade etmektedir (Gürler, 1998:21).

2.3.2. Borçlanmanın Kaynakları Açısından Sınıflandırılması

2.3.2.1. İç Borçlanma Kavramı

İç borçlanma, kaynakların milli ekonomi içerisinde el değiştirmesi olarak tanımlanmaktadır (İnce, 2001:72-73). Devlet iç borçlanmaya ihtiyaç duyduğunda; ülkede yaşayan vatandaşlara, özel sektöre ya da diğer kurumlara başvurarak kaynak arayışına girmektedir. Genel olarak iç borçlanmanın kaynakları arasında; merkez bankaları, ticari bankalar, katılım bankaları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, sosyal güvenlik kuruluşları, kamu iktisadi teşebbüsleri, özel kuruluşlar ve bireyler yer almaktadır (Yılmaz, 2020:228-232). İç borçlanma aracılığıyla ülke içindeki kaynakların devlete transferi gerçekleştirilmektedir. Devletler borçlanmayı ülke içinden yapıyorsa bu tip borçlanma, borçlanmanın hangi para biriminden ve borç verenin hangi uyruktan olduğunun bir önemi olmaksızın iç borçlanma olarak kabul edilmektedir (Açba, 1991:18; Akdoğan, 1993:370).

Devlet iç borçlanma yoluyla finansmana birçok nedenle ihtiyaç duyabilmektedir. Bunlar arasında; bütçe açıklarının finansmanı, gelir-gider arasındaki zaman uyumsuzluğu, geri ödemesi gelen iç borçlar, ekonomik kriz durumları ve vergileri artırmanın politik gerekçelerle uygun olmaması gibi durumlar gösterilebilmektedir (Erdem vd., 2008:195). Ayrıca; doğal afet, salgın hastalık ve savaş gibi olağanüstü durumlarda, bütçede ödeneği olmayan ve öngörülemeyen diğer harcamalar için devlet iç borçlanma yolu-



na gitmektedir (Eker ve Bülbül, 2016:333-334). İç borçlanma; yurt içi kaynaklardan elde edildiği, maliyet ve vade koşulları dış borçlanmaya göre daha rahat belirlendiği için devletler tarafından tercih edilmektedir (Demir ve Sever, 2008:173). Devlet adına borçlanma işlemleri çoğunlukla hazine kurumları tarafından gerçekleştirilmektedir (Çoban vd., 2008:248).

2.3.2.1.1. İç Borçlanma Araçları

İç borçlanma, genel olarak faizli borçlanma senetleri olan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. DİBS'ler çeşitli sınıflamalara tabi tutularak ifade edilebilmektedir. DİBS'ler bütçenin finansmanında kullanılmasına göre bütçenin finansmanı için ihraç edilenler ve bütçe finansmanı dışındaki diğer nedenlerle ihraç edilenler olarak iki grupta incelenebilmektedir. Bütçe finansmanı için ihraç edilen senetler çoğunluğu oluşturmakta ve hazine kasasına nakit girişi sağlamaktadır. Bütçe finansmanı dışında kamu bankalarının görev zararları ve bankaların bilançolarının iyileştirilmesi amacıyla ihraçlar gerçekleştirilebilmektedir. Bütçe finansmanı dışındaki ihraçlar nakit girişi sağlamamaktadır. (Karataş, 2019: 43-44)

Faizli borçlanma senetleri olan DİBS'ler vadesine göre kısa vadeli ve uzun vadeli olarak sınıflandırılmaktadır. Kısa vadeli olarak hazine bonusu, uzun vadeli olarak devlet tahvili ihraçları gerçekleştirilmektedir. Hazine bonusu, hazinenin 1 yıldan¹ kısa vadeli ihraç ettiği senetlerdir. Hazine bonoları 12 aydan kısa süreli olmak üzere çeşitli vadelerde ihraç edilebilmektedir (Eğilmez, 2011:66). Bütçe gelir ve gider dengesini zaman bakımından uyumlaştırmak için hazine bonusu ihraçları gerçekleştirilmektedir (Yılmaz, 2020:233). Bütçe açıklarının finansmanında hazine bonusu ihraçları sıklıkla kullanılmaktadır. Hazine bonusuna geri ödememe riskinin az olması, getiri oranları, ikincil piyasada likit olması ve ihalelerde teminat olarak kullanılabilmesi gibi nedenlerle özellikle bankacılık kesimi ve özel sektör tarafından yatırım yapılmaktadır (a.g.e., 2020:234). Devlet tahvilleri ise, hazinenin 1 yıl ve daha uzun vadeli olarak ihraç ettiği senetlerdir. 10 yıl vadeli tahviller gibi standartlaşmış ve küresel gösterge haline gelmiş senetler ya da aynı tür

1 Hazine açısından 1 yıl 364 güne karşılık gelmektedir.



ihraç yöntemleri özellikle OECD ülkelerinde tercih edilmektedir (Turan vd., 2012:183).

Faizli borçlanma senetleri olan DİBS'ler kupon durumuna göre kuponlu ve kuponsuz² olarak ayrılmaktadır. Kuponsuz senetler ihraç edildiğinde dönemsel olarak herhangi bir kupon ödemesi gerçekleştirilmemektedir. Kuponsuz senetlere ilişkin ihalede, yatırımcı vade sonunda alacağı değer için ihalede fiyat teklifi yapmaktadır. Örneğin, vade sonunda 100 tl alabilmek için ihalede 95 tl fiyat teklifi veren yatırımcı $5/95 \times 100 = \%5,26$ oranında getiri elde edecektir. İhale gününde hazinenin kasasına yatırımcı teklif ettiği 95 tl girecek olup, vade sonunda yatırımcıya ödenmek üzere hazinenin kasasından 100 tl ödeme yapılacaktır (Karataş, 2019:46).

Kuponlu senetlerde, DİBS'i elinde bulunduran yatırımcıya dönemsel³ olarak kupon (faiz) ödemesi yapılmaktadır (Özyıldız, 2020:115). Dönemsel kupon ödemeleri (faiz ödemeleri), senedin nominal değerinin belli bir yüzdesi olarak sabit miktarda yapılıyorsa ve dolayısıyla yatırımcılar dönemsel olarak sabit bir getiri (faiz getirisi) elde ediyorsa bu tarz senetler sabit kuponlu senetlerdir. Hazineleşmeyle sabit kuponlu senet ihracıyla finansman ihtiyacına karşılık bulmaktadır. Sabit kuponlu senetler 2, 5 ve 10 yıl vadelerde⁴ ihraç edilebilmektedir. Mezkûr senetlere ilişkin kupon oranı ve dönemsel ödeme periyodu hazinelerce belirlenmektedir (Karataş, 2019:46-47). Senedin itfa tarihi geldiğinde son kupon ödemesi ve anapara ödemesi gerçekleştirilmektedir.

Değişken kuponlu senetlerde (floating rate notes) ise, dönemsel kupon ödemeleri piyasa koşullarındaki faiz gelişmelerini içerecek şekilde farklılaşmaktadır. Genelde bankalar tarafından bilanço yönetimi için tutulmakta ve ikincil piyasadaki işlem hacmi düşük olan senetlerdir. Değişken faizli senetlerin fiyatlaması, dönemsel olarak sağlayacağı nakit akımlarının değişkenliği nedeniyle sabit getirili senetlere göre daha zordur (Özyıldız, 2020:116-117).

2 İskontolu senetler olarak da ifade edilmektedir.

3 Genelde 6 aylık periyotlar halinde kupon ödemeleri gerçekleştirilmektedir.

4 Borcun vadesinin uzatılması borç çevirme riskinin azaltılabilmesi açısından tercih edilmektedir (Özyıldız, 2020:115).



DİBS'ler enflasyona (TÜFE) ve dövizde endeksli olarak da ihraç edilebilmektedir. TÜFE'ye endeksli senetler reel getiri garantisi vermekte ve enflasyon belirsizliğinin getiri üzerindeki değer kaybı risklerini ortadan kaldırmaktadır. Bu gerekçeler nedeniyle, yatırımcılar enflasyona endeksli senetleri çok uzun vadeli olarak tutabilmektedir (Karataş, 2019:50). Bu tarz senetler son dönemde ülke hazinelerince sıklıkla ihraç edilmekte ve emeklilik ve hayat sigortası kurumları tarafından yoğun bir biçimde talep görmektedir. Ayrıca, bu senetler yatırımcı tabanının genişlemesine yardımcı olmaktadır. Enflasyona endeksli senetlerde enflasyon nedeniyle oluşabilecek riski hazineler üstlendikleri için hazineler tarafından daha uzun vadeli ihraçlar söz konusu olmakta, devletin yükümlülüğünde olan borç stokunun ortalama vadesi bu yolla artmakta ve devletin borç çevirme riski azalmaktadır (Süler, 2014:66). Dövizde endeksli senetler, daha çok dolarizasyon yaşanan ülkelerde görülmekle birlikte, sabit veya değişken faizli olarak ihraç edilebilmektedir. Bu senetlerin ihracında ve itfasında yerel para üzerinden işlem yapılsada yatırımcıların elde edeceği faiz getirisi, döviz kurundaki değerlenmeyi de içermektedir (Turan vd., 2012:186). Enflasyona ve dövizde endeksli senetler, riski azaltmak ve enflasyonun etkilerinden korunmak isteyen yatırımcılar açısından tercih edilmektedir (Gürler, 1998:34).

2.3.2.1.2. İç Borçlanma Yöntemleri

Devlet hazineleri iç borçlanmada senet ihraçlarını gerçekleştirebilmek için çeşitli yöntemler kullanmaktadır. Bu yöntemler arasında **toptan satış yöntemi olarak tap satış, halka arz, doğrudan satış ve ihale** yöntemleri yer almaktadır. **Tap satış yönteminde** DİBS'in türü, faiz oranı ve vade şartları devlet hazineleri tarafından belirlenmektedir. Senetler satışta kaldığı süreçte çeşitli fiyatlardan satılabilmektedir. Piyasa Yapıcılığı⁵ Sistemi'ne geçildikten sonra tap satış yöntemi ile yapılacak senet ihraçlarında sadece Piyasa Yapıcı bankalar bulunmaktadır. Son dönemde özellikle Türkiye'de bu yöntemle DİBS ihracı gerçekleştirilmemektedir (Özyıldız, 2020:126).

5 Bu sistemde belirli kuralları sağlayan bankalar için kullanabilecekleri haklar ve yerine getirmeleri gereken yükümlülükler söz konusudur. Piyasa Yapıcılığı Sistemiyle borç çevirme riskinin azaltılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir ortamın oluşturulması hedeflenmektedir (Turan vd., 2012:175). Bu sistemde yer alan bankalara Piyasa Yapıcı bankalar denilmektedir.



Halka arz yönteminde⁶ DİBS'in türü, faiz oranı ve vade şartları devlet hazineleri tarafından belirlenmektedir. DİBS'in satışına aracılık yapmak isteyen kurumlar (banka, aracı kurum vb.) senetlerin satışını yapabilmektedir. Halka arz yöntemi, Piyasa Yapıcı bankalarca da gerçekleştirilebilmektedir. Piyasa Yapıcı bankalar senet satışına aracılık etmeleri durumunda komisyon ücretlerini devlet hazinelerinden almaktadırlar. Türkiye'de son dönemde bireysel yatırımcılara yönelik ihraç edilen altına dayalı kira sertifikası, altın tahvili ve döviz cinsi (avro ve dolar) senetler halka arz yöntemiyle ihraç edilmiştir (Karataş, 2019:66).

Doğrudan satış yönteminde⁷ DİBS'lerin hangi yatırımcıya ne kadar satılacağı başlangıçta bellidir. DİBS talepleri kamu kurumları, bankalar ve finansal piyasadaki diğer kuruluşlar tarafından devlet hazinelerine iletilmektedir. Gelen talepler çerçevesinde piyasa koşulları göz önüne alınarak getiri oranı belirlenmektedir. DİBS yatırımcısı ile getiri oranı hususunda anlaşmaya varıldıktan sonra DİBS ihraç edilmektedir. Türkiye'de kira sertifikası ihraçlarında ve döviz cinsi senet ihraçlarında doğrudan satış yöntemi kullanılmaktadır (a.g.e., 2019:66-67).

İhale yöntemi devlet hazinelerince iç borçlanmada çoğunlukla tercih edilen ihraç yöntemidir. İhalelerde ticari bankalar, katılım bankaları, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kamu kurum ve kuruluşları ile bireysel yatırımcılar fiyat teklifi verebilmektedir.⁸ Katılımcılar birden fazla fiyat teklifiyle katılım sağlayabilmektedirler (Karataş, 2019:67). Çoklu fiyat ve tekli fiyat ihalesi olmak üzere iki ayrı yöntem kullanılarak ihaleler yapılabilmektedir (Süler, 2014:67).

Çoklu fiyat ihale yönteminde katılımcılar ihaleyi kazanmaları halinde teklif ettikleri fiyat üzerinden ihaleden DİBS almaya hak kazanmaktadırlar

6 Bu yöntem Türkiye'de ilk olarak 1992'de uygulanmış ve bu yöntem 1994 krizi döneminde sıklıkla başvurulmuştur (Özyıldız, 2020:127).

7 Bu yöntem Türkiye'de 1996 yılında uygulanmaya başlanmıştır (a.g.e., 2020:127)

8 Hazinelerin bono ve tahvil ihalelerine katılabilmek için asgari bir miktarın üzerinde talepte bulunması gerekmektedir. Bu asgari miktar nedeniyle genelde bireysel yatırımcılar ihalelere katılmamaktadır. İhalelere çoğunlukla banka gibi kurumsal yatırımcılar katılmaktadır. Bireysel yatırımcılar bono ve tahvil almak isterse genelde bankaların satın aldığı senetleri ikincil piyasadadan elde etmektedirler (Eğilmez, 2011:82).



(Karataş, 2019:67). Devlet hazineleri borçlanacağı vadeyi ve miktarı belirleyip ihale açmaktadır. İhale sonuçlarına göre ihale için konulan azami miktara ulaşıncaya kadar yatırımcılar tarafından yapılan teklifler kabul edilmekte ve teklifi kabul edilenlere ödenecek faiz oranı belirlenmektedir (Eğilmez, 2011:68). Devlet hazinelerinin düzenlediği ihalelerde aracı kurumlar genelde o ülkenin merkez bankaları olduğundan yatırımcılar tekliflerini merkez bankalarına sunmaktadır. Merkez bankaları teklifleri topladıktan sonra devlet hazinelerine liste olarak iletmektedir. Bilindiği üzere, devlet hazinelerinin ihalelerdeki amacı en düşük faizle borçlanmaktır. Bu nedenle, en düşük faiz teklif eden yatırımcıdan başlayarak teklifler değerlendirilmektedir. **Tek fiyat ihalesi yönteminde** katılımcılar DİBS'leri, ihaleye sundukları fiyat teklifi üzerinden değil, devlet hazineleri tarafından belirlenen ve ihaleyi kazanan fiyat tekliflerinin en düşüğü üzerinden satın almaktadırlar. İhaleyi kazanan yatırımcılar aynı getiriye sahip olmaktadır (Özyıldız, 2020:124).

Uluslararası uygulamalara baktığımızda, Türkiye'de olduğu gibi, ihale yöntemi en çok kullanılan ihraç yöntemi olarak öne çıkmaktadır. Amerika'da tekli fiyat ihale yöntemi uygulanırken, OECD üyesi ülkelerin genelinde çoklu fiyat ihale yönteminin tercih edildiği ancak, OECD üyesi 17 ülkede tekli ve çoklu fiyat ihale yöntemlerinin birlikte uygulandığı görülmektedir (Turan vd., 2012:175). Örneğin; Fransa, Almanya, Japonya ve İngiltere hazine kağıtlarının ihale ile satılmasında çoklu fiyat ihale yöntemini (miktar ve vadenin hazinece belirlenmesi, faizin ise ihaleye bırakılması yöntemi) uygulamaktadır (Eğilmez, 2011:70).

2.3.2.1.3. İç Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi

Devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapanlar ağırlıklı olarak faizli işlem yapan bankacılık kesimidir. Hazinenin faizli borçlanma senetleri aracılığıyla bankacılık kesiminden borçlanmasından kaynaklanan faiz ödemelerinin finansmanı ise dolaylı vergilerle daha çok düşük gelir grubundan karşılanmakta ve bu durum gelir dağılımı adaletsizliğini artırmaktadır. Ayrıca, borçlanmanın yüksek faiz oranlarından gerçekleştirilmesi rantiyeye sınıfını/faiz lobisini teşvik etmektedir.



Borçlanmanın yatırımcıya yüksek faiz geliri vadetmesi nedeniyle, normalde verimli yatırımlara kanalize edilebilecek fonlar yatırımcılar tarafından devlet iç borçlanma senetleri satın alınması yoluyla kullanılmakta ve verimli yatırımlar aracılığıyla oluşabilecek yeni istihdam ortamının önüne geçilmektedir. Yatırımların ve istihdamın azalması da büyümeye negatif etki etmektedir. Özellikle büyük bankaların bu senetleri tutması göz önüne alındığında, reel ekonomik sektörü desteklemesi gereken bu bankaların çoğunlukla devlet hazinelerini fonladığı görülmektedir. Bankalar tarafından kredi olarak kullanılabilir kaynaklar iç borçlanma yoluyla devlete geçmekte ve bu durum toplam talepte daralmaya neden olmaktadır (Gürler, 1998:27). Bankaların bu yaklaşımı nedeniyle, üretimde kullanılmak üzere, özel sektöre yeteri kadar kaynak tahsisi yapılamamaktadır. Literatürde “crowding out effect” olarak bilinen dışlama etkisi meydana gelmekte ve özel sektör finansal piyasalardan dışlanan taraf olmaktadır. Başka bir anlatımla, iç borçlanmanın gerçekleştirildiği piyasada ödünç verilebilir fonlara olan talep artacağı için faiz oranlarında bir artış gözlenmekte ve özel sektör yatırımları artan faiz oranları nedeniyle azalabilmektedir. Yatırımların azalması ise büyüme ve istihdama olumsuz etki etmektedir. Faiz oranlarındaki artış üretim tarafında maliyetleri artıracığı için maliyet enflasyonuna da neden olabilecektir (Demir ve Sever, 2008:184).

Ayrıca, kamu iç borçlanmasının neden olduğu yüksek faiz oranları, iktisadi önceliklerin üretici sektörlerden ve sabit sermaye yatırımlarından ziyade kısa vadeli spekülasyon alanlarına kaymasını teşvik etmektedir. Bu durumun en iyi göstergesi, firmaların faaliyet dışı karlarının giderek artması olarak ifade edilmektedir (İyidiker ve Özüğurlu, 2001:6).

DİBS'lerden elde edilecek faiz gelirin, yurtdışından sendikasyon yoluyla yapılacak borçlanmanın maliyetinden daha fazla olması nedeniyle, bankalar döviz riskini de göz önüne alıp artan oranda yurtdışından borçlanıp yurtiçinde devlet hazineleri tarafından ihraç edilen DİBS'leri tutabilmektedir. Bu durum bankaları asli görevinden uzaklaştırmakta ve devletlerin ilave faiz yükü altına girmesine neden olmaktadır. Nihai olarak iç borç-faiz sarmalı tetiklenmektedir.



Kamu harcamalarındaki israfa kaçan savurgan yaklaşımlar borçlanma ihtiyacını artırmakta ve politik nedenlerle vergilendirme seçeneği yerine borçlanma tercih edilmektedir. Ancak, unutulmamalıdır ki, nihayetinde harcamalardaki artıştan kaynaklı oluşan açık borçlanma yoluyla kapatılsa dahi, anapara ve faiz ödemeleri için tekrar ya borçlanma yoluna gidilmekte ya da söz konusu ödemeler vatandaşa vergi yükü olarak yansıtılmaktadır. İç borçlanmanın geri ödenmesi aşamasında faiz yükü nedeniyle eğitim, sağlık ve sosyal güvenlik gibi harcamalar için kullanılabilecek vergiler iç borç faiz ödemelerine gitmektedir (Özyıldız, 2020:106). İç borçlanmadan elde edilen fonların iç borç anapara ve faiz ödemelerinde kullanılması borçlanmayı verimsiz kılarak kısır bir döngü oluşturmaktadır (Çoban vd., 2008:252).

Kamu iç borçlanmasında önemli orandaki artışlar enflasyonist beklenti algısını derinleştirmekte ve ekonomik belirsizlik ortamını teşvik etmektedir. Yurt içi ve yurtdışı yatırımcı perspektifinden bu hususlar olumsuz olarak değerlendirilmekte ve ülkeye yönelik yatırım olasılığı azalmaktadır. İç borçlanma arttıkça fiyatlar ve faiz haddi üzerinde baskılar oluşabilmektedir. Borçlanma gereği arttıkça enflasyonist baskı artabilmekte ve bu durum faiz oranlarında artışa neden olabilmektedir (DPT, 1994:104-405).

İç borçlanma yoluyla tasarrufların büyük çoğunluğu kamu tarafından kullanılmaktadır (Gürler, 1998:20). Tasarrufun yetersiz ve atıl fon miktarının az olduğu ülkelerde iç borçlanmanın gerçekleştirilebilmesi için yüksek faiz maliyetine katlanmak gerekmektedir (Demir ve Sever, 2008:180). İç borçlanma atıl fonları üretime aktarmak amacıyla kullanılırsa ülke ekonomilerinin kalkınmasına olumlu etki yapacaktır (Gürler, 1998:17). İç borçlanma yoluyla elde edilen fonların üretken yatırımlara kanalize edilmemesi durumunda ekonomide daraltıcı etkiler görülecektir.

2.3.2.2. Dış Borçlanma Kavramı

Dış borçlanma; ödemeler dengesi açıkları, bütçe açıkları, yurt içi tasarrufların yetersizliği, ham madde, enerji ve yüksek teknoloji hususlarında ithalata bağımlılık, kalkınmanın finanse edilmesi gibi iktisadi gerekçelerle ve coğrafi şartların neden olduğu olumsuzluklar, askeri giderlerin artması ve



siyasal/sosyal nedenlerle (örneğin, hızlı nüfus artışı) ortaya çıkan ilave kaynak ihtiyacını sağlamak için başvurulan bir finansman yöntemidir (Cangöz ve Erdener, 2012:206-207). Dış borçlanmayla, yurt dışından yurt içine ekonomiyi doğrudan etkileyebilecek bir kaynak tahsisi meydana gelmektedir.

Dış borçlanma, ülkeye dışarıdan bir kaynak girişi sağladığı için ekonomide derhal olumlu bir etki oluşturmaktadır. Buna karşılık söz konusu borcun anapara ve faizlerinin ülkeden dışarıya transferi de aynı şekilde derhal bozucu bir etki oluşturmaktadır. Bu nedenle, dış borçlanmanın yüksek getiri sağlayacak verimli yatırımlara yöneltilmesinin önemi üzerinde sıklıkla durulmaktadır (Eğilmez, 2011:75).

Gelişmekte olan ülkeler, öncelikle milli gelirin artırılması ve kalkınmanın sürdürülebilmesi için dış borçlanma yapmakta ve dış borçlanmayla reel ekonomiyi desteklemeyi hedeflemektedir. Dış borçlanmayla elde edilen fonlarla yurt içi yatırımlar artırılıp büyümeye ve istihdama katkı sunulmaktadır (Cangöz ve Erdener, 2012: 207).

Gelişmekte olan ülkelerin dış borca ihtiyaç duymalarının ardında birçok neden sayılmakla birlikte Lessard (1986:3)'e göre öne çıkanlar şu şekildedir:

- Yetersiz iç tasarruflar,
- Sanayileşme ve kalkınma çabalarının büyük miktarda finansmanı zorunlu kılması,
- Sanayi üretiminin büyük ölçüde ara malı ithalatına dayalı olmasından dolayı dışa bağımlılık,
- Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları ve bunları finanse edebilecek ulusal döviz miktarının yetersiz kalması,
- Savunma harcamalarının zaman zaman büyük boyutlara ulaşması,
- Bütçe açıkları,
- Yurt içi finansmanın yurt dışı finansmana göre maliyetli olması,
- Ekonominin kısa vadeli sermaye akımlarına açık olması,
- Vadesi gelen dış borçları yine dış borçlanmayla çevirme zorunluluğu.



Bilginoğlu ve Aysu (2008:3)'e göre ölkeler dış borçlanmaya; ölkedeki sermaye piyasasının yeterince gelişmiş olmaması nedeniyle iç borçlanma imkânlarının kısıtlı olması, iktisadi kalkınma için gerekli büyük ölçekli yatırımların finansmanı, hammadde, ara ve yatırım mallarının ithalatı için döviz ihtiyacını karşılamak, ödemeler dengesi açıklarının kapatılması, olağanüstü haller (savaş, doğa afet vb.), bütçe açıklarının finansmanı, fiyat istikrarı ve borç servisi ödemeleri için başvurabilmektedir.

2.3.2.2.1. Dış Borçlanmanın Kaynakları

Dış borcun kaynaklarından devletlerarası borçlanma, borç alan tarafta bir devletin borç veren tarafta ise başka bir devletin olduğu borçlanma şeklidir. Borç sözleşmesinin taraflarında hükümet ya da çeşitli kamu kurumları olabilmektedir. Bu tür borçlanmalarda borç veren devlet siyasi, askeri ve kültürel vb. olmak üzere farklı amaçlarla borç verebilmekte ve borcun nerede kullanılacağı hususunda ise bazı şartlar koşabilmektedir (Altundemir, 2004:20). Bu şekilde borçlanma daha uzun vade ve daha düşük maliyete imkân sağladığı için imtiyazlı borçlanma olarak da ifade edilebilmektedir. Günümüzde bu borçlanma olağanüstü durumlarda tercih edilmektedir (Eğilmez, 2011:76).

Dış borcun kaynaklarından uluslararası kuruluşlardan borçlanmada hazine, devlet adına ilgili uluslararası kuruluştan doğrudan borçlanmakta ve elde ettiği finansmanı kendisi kullanmakta ya da elde edilen fonu başka bir kuruma devrederek ilgili kurumun kullanmasını sağlamaktadır. Bunun yanında, bir kamu kurumu hazine garantisi olarak uluslararası kuruluştan borçlanabilmektedir. Uluslararası kuruluşlardan alınan kredi hazine tarafından genel amaçlı olarak kullanılırsa bu şekilde borç "hazine dış borcu" olarak tanımlanmaktadır. Hazinenin fonu alıp bir başka kuruma devretmesi durumunda "devirli dış borç" oluşmaktadır. Herhangi bir kurumun uluslararası kuruluştan sağladığı krediye hazine garanti verirse "garantili dış borç" tabiri kullanılmaktadır. Hazinenin devrettiği ve garanti verdiği borçların geri ödenmesinden ilgili kurum yükümlüdür (Eğilmez, 2011:76-86). Uluslararası kuruluşlardan bütçeye aktarılmak üzere alınan ölkenin makro düzeydeki ekonomik programlarını gerçekleştirmek için kullanılan dış borçlanma kaynakları *program kredisi* kapsamında değerlendirilmektedir. Dış borçlanma-



da belirli projelere tahsis edilmek için kullanılan krediler ise *proje kredisi* olarak tanımlanmaktadır. Bu projeler arasında yatırım projeleri, savunma projeleri, yap-işlet ve yap-işlet-devret projeleri yer almaktadır. Proje kredileri kamu adına alınabildiği gibi hazine tarafından ödeme garantisi verilerek özel sektör projeleri için de alınabilmektedir.

Kamu kurumlarının borçlu olduğu hazinenin ise garantör olduğu durumda hazinenin yükümlülüğü koşullu yükümlülük (contingent liabilities) olarak ifade edilmektedir (Nart, 2013:64). Koşullu yükümlülüklerin en belirgin özelliği, adı üstünde, koşulların oluşmaması durumunda yükümlülüğün oluşmasıdır. Başka bir anlatımla, koşullu yükümlülükler oluşmadan devletin yükümlülüğü de oluşmaz. Yap-işlet-devret (build-operate-transfer) ve yap-kirala-devret (build-lease-transfer) modelleri olarak bilinen kamu-özel işbirliği projeleri de hazineler açısından koşullu yükümlülük kapsamında değerlendirilmektedir. Ülkelerdeki kurumlar, mevcut modeller çerçevesinde yatırım amacıyla yurtdışından finansman sağlaması durumunda projeyi gerçekleştirecek kurumlara ülke hazineleri garantör olmaktadır (Özyıldız, 2020:284-285).

Dış borçlanmada uluslararası kuruluşlardan IMF⁹ ve Dünya Bankası¹⁰ ülkelerin sıklıkla başvurduğu uluslararası kuruluşlardır. IMF'ten kredi kullanılabilmesi belirli koşulların gerçekleşmesiyle mümkün olmaktadır. Bu koşullar arasında, ödemeler dengesindeki bozulmalar gibi ülke ekonomisindeki yaşanan sorunlar yer almaktadır. Ekonomide yaşanan sorunların giderilmesi için ülkelerin hükümetleri IMF ile belirli ekonomik program kapsamında anlaşmaya varmaktadır. IMF tarafından sağlanacak finansmanın elde edilebilmesi için hükümet tarafından söz konusu programın ilgili ülkede uygulanacağına dair IMF Başkanı'na Niyet Mektubu gönderilmektedir. Sonrasında, IMF tarafından stand-by anlaşması hazırlanmakta ve anlaşmanın onaylanmasıyla ekonomik program yürürlüğe girerek ilgili hükümete finansman desteği sağlanmaktadır (Nurcan, 2006:45).

9 Türkiye IMF'ten ilk olarak Ocak 1961'de son olarak Mayıs 2005'te kredi kullanmıştır. Bu süreçte IMF ile toplam 19 adet stand-by anlaşması imzalanmıştır. Türkiye'nin Mayıs 2013'te yaptığı son ödeme ile birlikte IMF'e borcu resmen kapanmıştır.

10 Türkiye Dünya Bankası'ndan 17 yıl vadeli, 5 yıl geri ödemesiz krediler kullanmıştır. Türkiye'nin Dünya Bankası'na olan borç stoku 1988-1989 yıllarında azalırken, kullanılan kredi miktarında artışlar nedeniyle 1990-1991 yıllarından itibaren borç stoku tekrar artma eğilimine girmiştir (Nurcan, 2006:46).



Dünya Bankası'ndan kredi kullanılabilmesi içinse ekonominin genelinde ya da belli başlı bazı sektörlerde değişikliğe gidilmesi koşulu aranmaktadır. Ekonominin genelinde düzenleme koşulu *yapısal uyum kredilerinde*, belli başlı bazı sektörlerde düzenleme koşulu *sektörel uyum kredilerinde* geçerlidir. Ayrıca, ülke hazineleri çeşitli kamu kurum kuruluşlarının uyguladıkları projeler için Dünya Bankası'ndan proje kredisi alıp ilgili kuruma devredebilmektedir. Mezkûr krediler için devlet adına hazine borçlu, kredi kullanan kurum ise projenin uygulanmasıyla yükümlüdür. Bu tarz kredilerde ilgili kurumun devlet tüzel kişiliğinden ayrı kendine has tüzel kişiliği varsa kurum borçlu, hazine garantördür (Eğilmez, 2011:87-88). Dünya Bankası, Uluslararası Kalkınma Ajansı gibi uluslararası kuruluşlardan sağlanan resmi krediler düşük maliyetli ve uzun vadeli olduğu için gelişmiş ülkeler tarafından tercih edilmektedir (Sarı, 2004:13).

Dış borcun bir diğer kaynağı uluslararası piyasalardan borçlanmadır. Ülke hazineleri, yurtdışında yer alan bir banka ya da kredi kuruluşundan doğrudan finansman sağlayabilmektedir. Eğer ülke hazinelerine birden fazla banka ya da kredi kuruluşu belli koşullar çerçevesinde kredi veriyorsa buna "sendikasyon kredisi" adı verilmektedir. Ayrıca, hazineler uluslararası piyasalarda tahvil-bono ihracı gerçekleştirerek fon ihtiyacını karşılamaktadır. Tahvil ihraçları 30 yıla kadar vadeli olarak ihraç edilebilmektedir (Karataş, 2019:86).

2.3.2.2.2. Dış Borçlanmada Risk Yönetim İşlemleri

Dış borçlanmada risklerin yönetilebilmesi açısından devlet hazineleri tarafından yaygınlıkla kullanılan işlemler *swap*, *forward*, *futures* ve *opsiyon* olarak ifade edilmektedir (Cangöz, 1994:55). Söz konusu işlemler finansal piyasalarda *hedging* (*riskten korunma*) teknikler / işlemler ya da *türev işlemler* (sözleşmeler) olarak da bilinmektedir (Durmuş, 2011 : 90). Dış borçlanmada kullanılan risk yönetim işlemleriyle borçlanma nedeniyle oluşabilecek negatif etkilerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması hedeflenmektedir (a.g.e., 1994:55).

Swap (takas), iki tarafın gelecekteki vadede karşılayacakları borç yükümlülüklerini (anapara ödemesi ya da faiz ödemesi) anlaştıkları koşullarla



uyumlu olarak değiştirmeleridir (Bayındır, 2005:53). Swap işlemi, faiz oranları ve döviz kurlarından kaynaklanan riskler için geliştirilen, fon talep edenlere çeşitli piyasalardan uygun fon bulma imkânı ve faiz oranlarında değişiklik yapabilme fırsatı sağlayan bir risk yönetim işlemidir. Swap işlemi, tarafların farklı piyasalardaki kredi değerlilikleri çerçevesinde karşılaştıkları kredi fırsatlarından karşılıklı olarak faydalanmaları üzerine temellendirilmektedir. Swap işleminde taraflar arasında bağlantı kurmak amacıyla aracı olarak bankalar görev almaktadır. Swap, faiz swap ve döviz swap olmak üzere iki şekilde gerçekteştirilebilmektedir. Faiz swap, sabit faizli borcu değişken faizli borca ya da değişken faizli borcu sabit faizli borca dönüştürerek borç yükümlülüklerinin yapısının değiştirilmesi işlemidir. Faiz swap işlemi, kredi değerliliği farklı olan taraflar arasında gerçekteştirilirken, kredibilitesi düşük olan borçlu kredibilitesi yüksek olan borçluya prim (swap primi) ödemektedir. Swap primi alan borçlu kredi borcunun maliyetini düşürürken, prim ödeyen borçlu kredi borcunu sabit faizden değişken faize ya da değişken faizden sabit faize çevirerek yarar sağlamaktadır (a.g.e., 1994:66). Faiz swap işleminde anapara değiştirilmemekte sadece faiz yükümlülükleri karşılıklı olarak değiştirilmektedir (Başcı, 2003:25).

Döviz swap ise, eşdeğer büyüklükteki farklı döviz yükümlülüklerinden oluşan borçların vadeden önceden anlaşılan kur seviyesinden ve esas para birimleriyle geri ödenmek koşuluyla değiştirilmesi işlemidir. Döviz swap işlemi 3 aşamada gerçekteştirilmektedir. İlk aşamada anapara değişimi gerçekteştirilmektedir. Taraflar öncelikle avantajlı oldukları piyasada ilgili döviz cinsinden borçlanmakta ve üzerinde anlaşılan kur seviyesinden borçlanılan miktarı aracı bankaya devrederek her iki taraf banka aracılığıyla diğer tarafların devrettiği döviz cinsinden borcun yükümlüsü olmaktadır. İkinci aşamada faiz ödemeleri gerçekteştirilmektedir. Taraflar devredilen döviz miktarını göz önüne alarak ilk değişim oranı üzerinden anlaşılan vadeye kadar banka aracılığıyla faiz ödemelerini gerçekteştirmektedir. Döviz swap işlemi sayesinde, taraflar doğrudan ilgili döviz piyasasında kendi borçlanmaları durumundan daha düşük bir faiz oranı ve dolayısıyla daha az faiz ödemesine katlanmaktadır. Vade sonunda, döviz swap işlemine konu olan anapara miktarları tekrar değiştirilmektedir (Cangöz, 1994:68).



Swap işlemlerinin yaygınlaşmasında uluslararası ticaretin gelişmesi, döviz kurunda ve faiz oranındaki oynaklıklar, finansal küreselleşme ve arbitraj olanağının artması gibi hususlar etkili olmuştur (Sarı, 2004:41-42). Kullanım yaygınlığı açısından faiz oranı swap işlemleri döviz swap işlemlerine göre daha çok tercih edilmektedir (Başcı, 2003:32).

Forward (standart olmayan vadeli işlem sözleşmeleri), teslimi ilerideki bir tarihte gerçekleşecek teslimata konu mal, döviz, faiz gibi varlıklara ilişkin önceden belirlenen vade, fiyat ve miktar gibi hususların taraflarca sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Forward işlemlerinde ödeme, üzerinden anlaşılan fiyat üzerinden yapılmakta ve başlangıçta ödeme zorunluluğu bulunmamaktadır. Taraflarca anlaşılan fiyat ve sözleşmeye konu işlemin gerçekleştirileceği tarihte piyasadaki spot fiyat arasındaki fark kâr ya da zarar anlamına gelmektedir (Sarı, 2004:42). Forward işlemleriyle gelecekte oluşabilecek risklere karşı bugünden pozisyon alınmakta ve fiyatlar nedeniyle oluşabilecek muhtemel zararların önlenmesi amaçlanmaktadır. İşlemler brokerlar ve modern iletişim araçları vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Forward sözleşmeleri genellikle kısa vadeli olarak düzenlenmektedir (Nart, 2013:105).

Forward işlemleri vadeli sözleşmeye dayalı işlemlerin en basit yöntemidir. Forward sözleşmeyle taraflar (alıcı ve satıcı) belirlenmiş bir varlığı (mal ya da finansal bir varlık), anlaşılan tarihte ve fiyatta alma ya da satma yükümlülüğü üstlenmektedir. Alıcı ve satıcı arasında varlığa ilişkin fiyat, miktar ve nitelik gibi hususlar belirlenmektedir. Forward piyasasındaki işlemlerde aracı ya da sözleşmeye uyulmaması durumunda garantör olarak üçüncü bir taraf yer almamaktadır. Forward işlemlerde kredi riski alıcı ve satıcı içinde geçerlidir (Özalp, 2003:27). Forward sözleşmeler, genellikle faiz oranları ve döviz kurları üzerinden gerçekleştirilen ve gelecekte döviz cinsinden alacağı/taahhüdü olanların (örneğin; ihracat ve ithalatçılar) kur riskine karşı korunmak için yaptığı sözleşmelerdir. Forward sözleşmelerinde standart bir vade ve büyüklükten bahsedilememektedir. Sözleşmenin tarafları vade ve miktar açısından esneklerdir. Bu esneklik forward sözleşmelerinin ikincil piyasada etkin bir şekilde alınıp satılma özelliğini azaltabilmektedir (Nart, 2013:108-109).



Futures (standart vadeli işlem sözleşmeleri), forward sözleşmelerine benzer olarak gelecekteki bir tarihte gerçekleşecek teslimata konu mal, döviz ve faiz gibi varlıklara ilişkin önceden belirlenen vade, fiyat ve miktar gibi hususların taraflarca sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Futures işlemleri organize borsalar tarafından gerçekleştirilmekte olup standart sözleşmeler ihtiva etmekte ve forward işlemlerinden bu hususlarda farklılaşmaktadır (Sarı, 2004:43; Bayındır, 2005:53). Futures işlemleriyle gelecekte oluşabilecek risklere karşı bugünden pozisyon alınmakta ve fiyatlar nedeniyle oluşabilecek muhtemel zararların önlenmesi amaçlanmaktadır. Futures sözleşmeleri genellikle kısa vadeli olarak düzenlenmektedir. Spekülatif yatırım ve arbitraj amacıyla kullanılabilen futures sözleşmeleri döviz, faiz ve endeks üzerinden kurulabilmektedir. Döviz üzerinden kurulan futures sözleşmeleri belirlenmiş bir tutardaki dövizin önceden anlaşılan kurdan taraflarca ilerideki bir vadede alınması/satılması yükümlülüğünü içermektedir. Borç yöneticileri, dış borçlanmanın dövizle gerçekleştirilmesi nedeniyle kurdan kaynaklanabilecek fiyat risklerini minimize edebilmek için döviz üzerinden gerçekleştirilen futures sözleşmelerine sıklıkla başvurmaktadır (Nart, 2013: 105-110).

Faiz üzerinden gerçekleştirilen futures sözleşmelerinde, gelecekteki bir vadede gerçekleşecek borçlanmanın ya da yatırımın faiz oranı önceden belirlenmektedir. Faiz üzerinden gerçekleştirilen futures sözleşmelerinde alıcı faizdeki yükseliş riskine karşı, satıcı ise faizdeki düşüş riskine karşı önlem almaktadır. Endeks üzerinden yapılan futures sözleşmeleri ise, değeri borsa fiyat endeksine göre belirlenmiş hisse senedi portföyünün gelecekteki fiyatının önceden anlaşılabilir olarak alınıp satılmasıdır. Bu işlemlerle hisse senedi portföyüne ilişkin fiyat riskini azaltmak amaçlanmaktadır (Bal, 2001:160-161; Nart, 2013:110). Futures işlemleri borsalar aracılığıyla gerçekleştiği için alıcı ve satıcılar birbirini bilmemektedir. Futures işlemlerine konu olan varlığın teslimi ve niteliği ile ilgili taahhütler organize borsanın garantisindedir. Forward sözleşmelerinde fiyatlar iki tarafın pazarlığı sonucunda belirlenirken; futures piyasalarda borsa mantığıyla alıcı ve satıcının fiyat emirlerine göre arz ve talep koşullarında belirlenmektedir (Özalp, 2003:30).



Forward ve futures işlemleri arasındaki farkların daha iyi anlaşılabilmesi için Tablo 2.2'de farklara ilişkin detaylar sunulmaktadır:

Tablo 2.2. Forward ve Futures İşlemleri Arasındaki Farklar

Forward	Futures
<ul style="list-style-type: none"> Tezgahestü piyasa işlemidir. 	<ul style="list-style-type: none"> Organize borsa piyasası işlemidir.
<ul style="list-style-type: none"> Sözleşmeler standart olmayan vadeli işlemleri içermektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Sözleşmeler standart vadeli işlemleri içermektedir.
<ul style="list-style-type: none"> Sözleşmede belirlenen yükümlülükler 3.tarafa kolayca devredilememektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Sözleşmede belirlenen yükümlülükler 3.tarafa kolayca devredilebilmektedir.
<ul style="list-style-type: none"> Kâr ya da zarar vade sonunda belli olmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Kâr ya da zarar günlük hesaplanmakta ve ilgili hesaplara geçmektedir.
<ul style="list-style-type: none"> Kredi riski içermektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Kredi riski içermemektedir. İşlemler borsa tarafından garanti altındadır.
<ul style="list-style-type: none"> Forward işlemleri için vade sonunu beklemek zorunludur. Vadeler 1 yıldan uzun olabilmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Futures işlemleri için vade sonunu beklemek zorunlu değildir. Yatırımcılar pozisyonlarını vadeden önce kapatabilmektedir. Vadeler genelde 1 yıldan kısadır.
<ul style="list-style-type: none"> Forward işlemlerinin toplam tutar büyüklüğü futures işlemlerinden fazla olsa da likiditesi düşüktür. 	<ul style="list-style-type: none"> Futures işlemlerinin toplam tutar büyüklüğü forward işlemlerinden az olsa da likiditesi yüksektir.
<ul style="list-style-type: none"> İşlemler karşılıklı yapıldığı için alıcı ve satıcı birbirini tanımaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> İşlemler borsa aracılığıyla yapıldığı için genelde alıcı ve satıcı birbirini tanımamaktadır.

Kaynak: Nart, E.Ç., "Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah", Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013, s.111.

Opsiyon (seçme haklı vadeli işlem sözleşmeleri), alıcısına bir bedel karşılığında (opsiyon primi) önceden belirlenen fiyattan sözleşme konusu varlığı (faiz oranı, döviz, hisse endeksi, futures sözleşmesi vb.) alma ya da satma hakkı veren işlemlerdir. Opsiyonlar, alma hakkı veren (call option) ve satma hakkı veren (put option) opsiyonlar olmak üzere iki çeşittir (Özalp, 2003:40). Ayrıca, vadeden önce istenilen zamanda kullanılabilen opsiyonlar Amerikan tipi, vade sonunda kullanılabilen opsiyonlar Avrupa tipi opsiyonlar olarak ifade edilmektedir (Nart, 2013:112). Opsiyon alıcısına bir hak sağlamakla birlikte, opsiyon alıcısı vade geldiğinde alma ya da satma hakkını kullanma konusunda yükümlülük altına girmemektedir. Opsiyon



sözleşmeleri opsiyon alıcısının işlemleri yerine getirmede mecburiyeti olmaması gibi bir esneklik taşıdığı için gelişmekte olan ülkeler tarafından diğer risk yönetim araçlarına göre daha çok tercih edilebilmektedir. Opsiyon sözleşmesinden dönmeyen opsiyon alıcısına maliyeti sadece opsiyon primi olmaktadır. Bu arada, alma ya da satma hakkının kullanılmaması durumunda opsiyon primi geri ödenmemektedir (Sarı, 2004:43-44). Opsiyonlar genelde kısa vadeli sözleşmeler şeklinde, modern iletişim araçları ya da brokerlar vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir (Nart, 2013:105).

2.3.2.2.3. Dış Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi

Keynesyen yaklaşıma göre dış borçlanma, yurt içi tasarruflarla gerçekleştirilemeyecek büyük altyapı projelerinin hayata geçirilmesi açısından gereklidir. Dış borçlanma yoluyla elde edilen kaynakların etkin bir şekilde kullanılmasıyla GSYİH artış gösterecektir (Şeker, 2006:78). Yaklaşımlardan birine göre dış borçlanma, yurt içi tasarruf ve döviz açığını giderici bir faktör olup ülke ekonomisinin kaynaklarına katkı sağlayarak yatırımlar yoluyla büyümeye olumlu etki edecektir. Başka bir yaklaşıma göre, dış borçlanma borç yüküne sebebiyet vermekte ve ekonomi üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır. Her ne kadar başlangıçta ekonomik büyümeye pozitif katkı sağlasada, dış borçlanma belirli bir seviyenin üzerine çıktığında yatırımlar ve dolayısıyla büyüme olumsuz etkilenmektedir (Çevik ve Cural, 2013:121).

Dış borçlanma yoluyla elde edilen finansman döviz girdisi ve iç tasarruf açığını azaltması sebebiyle ekonomiye pozitif etkide bulunsada, dış borcun anapara ve faiz ödemelerinin yapılması aşamasında ülkeden kaynak çıkışı nedeniyle ekonomiye negatif etki etmektedir. Ayrıca, dış borçlanmadan elde edilen finansman üretken/verimli yatırım sektörlerine kanalize edilmezse, dış borcun anapara ve faiz ödemelerinin karşılanabilmesi için ekonomiye ilave bir yük oluşabilmektedir. Örneğin, Türkiye’de dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ciddi bir kısmı tüketim harcamalarına ve borç servisine gittiği için ekonomi bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Dış borçlanma, yabancı para birimi cinsinden yapıldığı için kur riskini de beraberinde getirmektedir. Ayrıca, vade yapısı da borcun geri ödeme vakti geldiğinde döviz rezervi açısından merkez bankalarındaki kaynakların yeterli olmasını zorunlu kılmaktadır. Döviz ihtiyacının yönetilememesi durumunda,



döviz talebinde meydana gelecek bir artışın kurun yükselmesine ve dolayısıyla enflasyonist baskıya neden olması kaçınılmazdır (Dura, 2013).

Ülkeler yüksek dış borca sahip olduklarında ödemeler dengesi problemleri daha da ciddileşmektedir. Borçların kısa vadede yoğunlaşması ülkenin kırılganlığını arttırmakta ve ülkeyi dış şoklara açık hale getirmektedir. Kısa vadeli borçların döviz rezervlerine oranı bu kırılganlığın ölçümünde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Her şeyden önce bu oran ülkenin likiditesi hakkında bilgi vermektedir. Toplam dış borcun gayrisafi milli hasılaya oranı %50'nin üzerine çıkması durumunda ülkenin kredibilite problemi oluşmaktadır. Ayrıca, ülkenin ödeme kapasitesini gösteren toplam dış borcun ihracata oranı ise yüzde 275'i aşması durumunda ülke borç çevirmede riskli hale gelmektedir. Toplam dış borç servisinin ihracata oranı yüzde 30'un üzerine çıkması durumunda ise ihracat gelirlerinin dış borç giderlerini karşılama oranı küçülmekte ve ülkenin borç yükümlülüklerini karşılama riskine girmektedir (Bayraktar, 2010:7-10).

Toplam dış borç faiz servisinin ihracata oranı ise dış borçlanmanın maliyetini ölçmede kullanılan bir oran olup oranın yüzde 20'nin üzerinde olması durumunda ülke çok borçlu olarak değerlendirilmektedir. Dış borç faiz servis artış hızı ihracat artış hızından fazla ise dış borçlanmayla elde edilen kaynaklar üretken yatırımlar için kullanılmak yerine borç geri ödemeleri için kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ihracatı artırmaya yönelik faydası görece dış borca ilişkin maliyetin altındadır (Sarı, 2004:8-10).

Dış borcun doğrudan sermaye girdisi olarak yatırımlara kanalize edilmesi durumunda diğer faktör fiyatlarında ve üretimde bir artış, sonuçta nihai mal fiyatlarında görece bir düşüş görülecektir. Sermaye dışındaki faktör fiyatlarında artış olması nedeniyle, sermayenin üretim sürecindeki payında artış gözlenebilecek ve gelir dağılımı etkilenecektir. Elde edilen dış borç doğrudan mal ve hizmet ithali için kullanılması durumunda kısa vadede üretim artışına benzer bir etki oluşturarak toplam arz artacaktır. Ancak, gerçekte ileriki dönemlere ait tüketimin bugünden yapıyor olması nedeniyle, borcun ödenme safhasında yurt içi kaynakların yurtdışına transferiyle büyümede bir daralma görülecektir. Dış borcun tüketim amaçlı olarak yurt içi mal ve



hizmetlerin satın alımı için piyasalara aktarılması durumunda ise enflasyonist etki oluşacaktır. Uluslararası rezervlerin değişmediği varsayımı altında cari işlemler dengesinde bir açık dış borç stokunda aynı oranda bir artış olarak karşılık bulmaktadır. Yani dış borçlanma yapılabildiği ölçüde cari işlemler açığı da sürdürülebilir olacaktır. Bu gerekçeyle, sürdürülebilir bir dış finansman yapısının bulunmaması ödemeler dengesi kaynaklı bir kriz yaşanma olasılığını artırmaktadır (Cangöz ve Erdener, 2012:208).

Bir ülkenin dış borç anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirebilmesi ilgili ülkenin cari işlemler dengesi ve uluslararası döviz rezerviyle doğrudan ilişkilidir. Cari işlemler dengesi fazla veriyorsa dış borç anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması daha kolay olmaktadır. Cari işlemler dengesi açık veriyorsa bu durumda mezkûr ödemelerin karşılanması için ilave kaynak tesis edilmesi gerekmektedir. Bu da ya mevcut döviz rezerv stokunun kullanılması ya da borç geri ödemeleri için yeniden dış borçlanmaya gidilmesini zorunlu kılmaktadır (Nart, 2013:123).

Dış borçlanma kamu ekonomisi penceresinden bakıldığında kamunun kullanabileceği harcanabilir fon miktarını artırmaktadır. Kamu otoritesi dış borçlanmayla elde ettiği bu fonu üretimi teşvik eden yatırım harcamaları gibi verimli alanlara aktarması durumunda dış borçlanma uzun vadede milli gelire olumlu etki edecektir. Spesifik olarak altyapı yatırımları için kullanılması durumunda kısa vadeli istihdamı artırıcı etkiler meydana gelecektir. Söz konusu fon cari harcamalar için kullanıldığında ise kısa vadede enflasyonist etki oluşacaktır. Dış borçların anapara ve faiz ödemesi geldiği zaman borçlanma döviz cinsinden olduğu için döviz ihtiyacı duyulacaktır. İhtiyacı duyulan dövizin yurt içi piyasadaki karşılanması durumunda piyasada döviz azalacağından döviz kurlarında artışlar meydana gelebilecek ve enflasyonda baskı oluşabilecektir. Eğer ödemeler vergi gelirleriyle yapılırsa kamu kaynakları yurtdışına aktarılmış olacak ve kamu yatırım imkânları azalabilecektir (Cangöz ve Erdener, 2012:209).

Öte yandan dış borçların dış politikayla olan ilişkisi özellikle resmi krediler bağlamında öne çıkmaktadır. Kredi kullanıcıları bakımından daha çok ekonomik gerekçelere dayanan uluslararası finansman ve dış kredi, kredi verenler tarafından bazen politik ve stratejik amaçlara da hizmet edebilmek-



tedir. Bu bakımdan dış borçlardaki politik unsur diğer bütün ekonomik aktivitelerden daha belirgindir (Bayraktar, 2010:7-8).

Gelişmekte olan ülkeler için dış borçlanma yoluyla gelen sermaye ekonomide verimliliğe katkı sunuyorsa olumludur. Ancak, ekonominin dış kaynaktan gelen sermayeyi verimli kullanabilme kapasitesi olarak ifade edilen “Masetme Kapasitesi” sınırından sonra dış borçlanmaya devam edilmesi, ülke kaynaklarının azalması anlamına gelmektedir (Sarı, 2004:7). Dış borçlanmadan elde edilen kaynaklar doğru ve etkin kullanıldığında yatırımlara finansman, istihdam artışı ve dış ticaret açığının azaltılması gibi ülke ekonomisine pozitif katkı sağlamaktadır (Nart, 2013:87-88).

2.4. TÜRK HAZİNESİ'NDE BORÇ YÖNETİMİ

Devlet adına borç yönetiminden sorumlu olan Hazine, nakit akımlarını yönetirken¹¹ kasadaki gelir ve gider arasında açık olması durumunda borçlanma¹² yoluna gidebilmektedir.¹³ Türkiye’de bu görevi Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın Hazine tarafı yerine getirmektedir. Türk Hazinesi’nin borç yönetimine ilişkin yasal dayanağı 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’dur. Bu kanunla risk analizine dayalı borç yönetiminin idari ve operasyonel alt yapısı oluşturularak gerek mevcut borç stokunun gerekse de yeni kamu borçlanmasının makul risk seviyelerinde ve minimum maliyetle yapılmasının hukuki alt yapısı oluşturulmuştur. Bu kanun ve ikincil mevzuatları¹⁴ ile kamu borç yönetimi makro iktisadi hedefleri ön planda tutan, piyasa dinamiklerini gözetken ve taraflar ile en üst seviyede koordinasyona işaret eden bir yapıya bürünmüştür. Bütçe limiti başta olmak üzere, doğrudan ve koşullu yükümlülöklere getirilen limitler ve ücretlendirme mekanizmaları ile

11 Kısaca gelir ve gider arasındaki uyumsuzluğun yer ve zaman çerçevesinde giderilmesidir.

12 Bütçe giderlerinin karşılanmasında esas gelir kaynağı vergiler olmasına rağmen, günümüzde artan bütçe açıklarının finansmanı için borçlanma da artık olağan bir gelir kaynağı biçimine dönüşmüştür. Ancak, borçlanmanın devlete ilave yük getirdiği unutulmamalıdır.

13 Bütçe denk hazırlansa bile yıl içinde gelir ve gider arasında geçici farklar oluşabilmektedir. Bu durumda Hazine para piyasasından kısa vadeli borçlanma yoluna gidebilmektedir. Borçlanma çoğunlukla bütçe açığını finanse etmek amacıyla gerçekleştirilse de kısa dönemli nakit gelir-gider dengesizliği de borçlanmaya neden olabilmektedir. Bu bağlamda nakit ve borç yönetimi bütüncül olarak düşünülmektedir (Süler, 2014:1).

14 Borç ve Risk Yönetiminin Koordinasyonu ve Yürütülmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik



mali disipline katkı sağlanmış, kamu borçlanması piyasa koşullarında en az maliyet ve minimum risk kompozisyonunda yapılmaya başlanmıştır (Hazırolan, 2017:131).

4749 sayılı kanuna göre Hazine'nin borç yönetiminin amacı, kalkınma hedefleri ve makro iktisadi dengeler gözetilerek, iç ya da dış borçlanmayla elde edilecek finansmanın piyasa koşulları ve riskler göz önüne alınarak en az maliyetle elde edilmesidir. Borç yönetiminde birçok yetki Hazine'den sorumlu Bakan'a veya Cumhurbaşkanlığı Makamına verilmiştir.

Türkiye'de 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun ile Hazine'nin geleneksel fonksiyonu olan nakit ve borç yönetiminin yanında risk yönetimi de Hazine'nin temel görevleri arasına girmiştir. Bu yeni görev ile kurumsal yapı yeniden tasarlanmış, "Borç ve Risk Yönetimi Komitesi" adı altında yeni bir komite kurularak nakit ve borç yönetiminin risk yönetimi ile bütünleşmiş bir şekilde yönetilmesi amaçlanmıştır. Mezkûr kanunla birlikte borç yönetiminin kurumsal yapısı uluslararası uygulamalarla uyumlu olacak şekilde yeniden inşa edilerek "ön ofis, orta ofis ve arka ofis" olmak üzere yeni bir organizasyon yapısı meydana getirilmiştir. Ön ofis Hazine'nin nakit ve borç yönetimini, orta ofis risk yönetimini, arka ofis alınan borçların geri ödemesi, muhasebeleştirilmesi ve raporlanması fonksiyonlarını temsil etmektedir. Hazine'nin nakit, borç ve risk yönetimi, birbiriyle bütünleşmiş bir şekilde çalışan üç ofis aracılığı ile yürütülürken Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı başta olmak üzere piyasa aktörleri ve kamuoyuyla yakından istişareyle çalışılmakta ve alınan bütün kararlar eşgüdüm içerisinde alınmaktadır (Karataş, 2019:Önsöz). TCMB, Hazine'ye özellikle dış borçlanmada¹⁵ danış-

15 Hazine yurtdışından borç aldığı döviz cinsinden finansmanı, örneğin, 1 milyon \$, Merkez Bankası'na satıp Türk Lirasına çevirmektedir. Elde edilen nakitle örneğin, memur maaşları ödenmektedir. Vade sonunda yurtdışında borçlanılan yere döviz olarak ödeme yapılmaktadır. Bu yüzden, döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır. Vade sonundaki kur gerçekleştirmeleri göz önüne alınıp borçlanılan miktara karşılık gelen Türk Lirası vergi gelirlerinden ya da Türk Lirası cinsinden yapılacak borçlanmalarla denkleştirilip Merkez Bankası'na verilerek Merkez Bankası'ndan borçlanılan döviz miktarı elde edilmektedir. Bu işlemde vade sonunda kur artmışsa Hazine'nin döviz cinsinden borcunu ödeyebilmek için daha fazla Türk Lirası bulması gerekecektir. Hazine döviz almak Türk Lirası satmak ya da tam tersi yönündeki işlemleri Merkez Bankası aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere Merkez Bankası Hazine'nin mali ajanı olarak görev yapmaktadır.



manlık yapmaktadır. İç borçlanmada ise TCMB, Hazine'nin ajanı¹⁶ sıfatıyla borçlanmaya ilişkin ihalelerin düzenlenmesini sağlamaktadır. İhale sonuçlarına göre Hazine'den alacağı teminatlar doğrultusunda tahvil ve bono satarak elde ettiği gelirleri Hazine'ye aktarmaktadır (Eğilmez, 2011:25). Şekil 2.1'de Türkiye'deki borç yönetiminin yapılanması gösterilmektedir:

Şekil 2.1. Türkiye'de Borç Yönetiminin Yapılanması



Kaynak: Karataş, H., **Hazine, Nakit, Borç ve Risk Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2019, s.1.

16 Birçok ülkede borç yönetim birimleri ile merkez bankaları arasında mali ajanlık sözleşmeleri imzalanmaktadır. Bu sözleşmelerde mali ajanlık karşılığında merkez bankalarına verilecek hizmet bedeli belirtilmektedir (Wheeler, 2004:42).



Şekil 2.1'de görüleceği üzere, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın sorumluluğunda olan borç ve risk yönetimi; ön, orta ve arka ofisler vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Yukarıda belirtildiği üzere ön ofis, iç ve dış borçlanma işlemlerini yapmaktadır. Bu görevi İstanbul'da yer alan Borçlanma Genel Müdürlüğü yerine getirmektedir. Orta ofis, borçlanmanın risk tarafına odaklanmaktadır. Ankara'da yer alan Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü altında Risk Genel Müdür Yardımcılığı da bu görevi yerine getirmektedir. Risk birimi Hazine borçlanmada sorun yaşanmaması açısından Kamu Borç Yönetim Raporları'nda yer alan Stratejik Ölçüt ve Göstergeleri (EK1) göz önüne alarak farklı risk modellerine (borçlanmanın vadesi, döviz cinsi, iç-dış borç durumu, enflasyona endeksli olup olmaması, borçlanmanın maliyeti gibi hususları içeren) göre projeksiyonlar yapmakta ve ön ofisi bilgilendirmektedir. Arka ofis ise, ödemeleri (kupon ödemeleri, faiz ödemeleri, kira ödemeleri, anapara ödemesi vb.) yapmaktadır. Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü altında yer alan ilgili dairelerce bu görev yerine getirilmektedir. Ayrıca, kamu kurumları tarafından uygulanan projeler için dış kredilerin elde edilmesi, IMF, Dünya Bankası ve Uluslararası Kalkınma Ajansı gibi uluslararası kuruluşlardan elde edilen krediler ve kamu-özel işbirliği projelerine ilişkin faaliyetler Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü tarafından yerine getirilmektedir.

Hazine'nin borç yönetiminde en önemli aşamayı yıllık borçlanma programının hazırlanması oluşturmaktadır. Hazırlanan borçlanma programı, en önemli girdisini nakit programından almaktadır. Bu açıdan, nakit ve borçlanma programı birbiriyle ilişkili olduğu için birlikte hazırlanıp uygulanmaktadır. Nakit ve borçlanma programına ise yıllık bütçe kanunu en önemli veriyi sağlamaktadır. Türkiye Cumhuriyeti anayasasına göre bütçe kanunu TBMM'ye mali yılbaşından en az 75 gün önce sevk edilmelidir.¹⁷ Yıllık bütçe kanunu meclise sevk edildikten sonra yıllık nakit ve borçlanma programı hazırlanmaktadır. 31 Ekim tarihi itibarıyla Yıllık Finansman Programı kamuoyuna açıklanmaktadır. Yıllık Finansman Programı duyurusunda ana hatlarıyla bütçe açığının hangi borçlanma yöntemiyle finanse edileceği, borç çevirme oranları ve borçlanma stratejisine ilişkin hususlar yer almaktadır. Yıllık Finansman Programı'nın hazırlığında bütçede öngörülen faiz dışı denge, borç servisi, iç-dış borçlanma ve kasa seviyesi göz önüne alınmaktadır.

17 En geç 17 Ekim tarihi itibarıyla sevk edilmelidir.



Bütçede yer alan yıllık borçlanma limiti çerçevesinde yıllık bütçe ödenekleri ve tahmin edilen gelirler arasında oluşan fark tutarı kadar net borçlanmaya izin verilmektedir (Karataş, 2019:40-41).

Hazine'nin Yıllık Finansman Programı yayımlandıktan sonra her ayın son iş günü izleyen 3 aya yönelik iç borçlanma stratejisi duyurulmaktadır. Hazine'nin iç borçlanmasında stratejik borç yönetimi esas alınmakta, iç borçlanmanın detayları ve borçlanma takvimi kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bir başka anlatımla, iç borçlanma ve iç borcun yönetimi nakit yönetimiyle birlikte düşünülerek yıllık borçlanma programının hazırlanması, onun aylık bazda takibi ve ilanı, borçlanma araçlarının belirlenmesi, borçlanmanın birincil piyasada gerçekleştirilmesi, ikincil piyasadaki işlemlerin izlenmesi ve Piyasa Yapıcılığı Sistemi'nin etkin bir şekilde işlerliğinin sağlanması aşamalarını içermektedir. Dış borçlanmada fırsatçı borçlanma yaklaşımı benimsendiği için dış borçlanmaya ilişkin herhangi bir takvim belirtilmemektedir. Hazine tarafından piyasalar izlenip en uygun şartlarda dış borçlanma yapılması hedeflenmektedir (a.g.e., 2019:41). Bu arada, Hazine tarafından herhangi bir dış kaynaktan elde edilen ve karşılığında ödeme yükümlülüğü içeren finansman dış borç kapsamına girmektedir. Ayrıca, 4749 sayılı kanuna göre yurtdışı borçlarına ilişkin borç üstlenimi ya da Hazine garantilerinden kaynaklanan ödeme yükümlülükleri de Hazine'nin dış borcu kapsamında değerlendirilmektedir. Yurt içi piyasadaki yapılan döviz cinsi borçlanmalar yurt içi borç olup dış borç kapsamına girmemektedir. Dış borç için kaynağın dış piyasadaki olması şarttır. Dış piyasadaki yer alan Türk bir kurum (banka) ya da kişiden yapılan borçlanma da dış borçlanma kapsamındadır (a.g.e., 2019:83-84). Örneğin, Almanya'da yer alan bir Türk bankasının Hazine bonosu olarak Hazine'ye fon sağlaması ya da İngiltere'de yaşayan bir Türk vatandaşının Hazine'den devlet tahvili almasıyla Hazine'ye sağladığı finansman dış borç olarak değerlendirilmektedir.

Hazine uluslararası piyasalarda yaptığı ihraçlarda maliyetlerin en düşük ve tahvil talebinin en yüksek olduğu dönemleri tercih ederek fırsatçı borçlanma stratejisi uygulamaktadır. Bu gerekçeyle uluslararası piyasalardaki gelişmeler Hazinece yakinen takip edilmektedir. Uluslararası piyasalara ihraçlar Hazine'nin verdiği yetkiyle Citigroup, HSBC ve BNP Paribas gibi

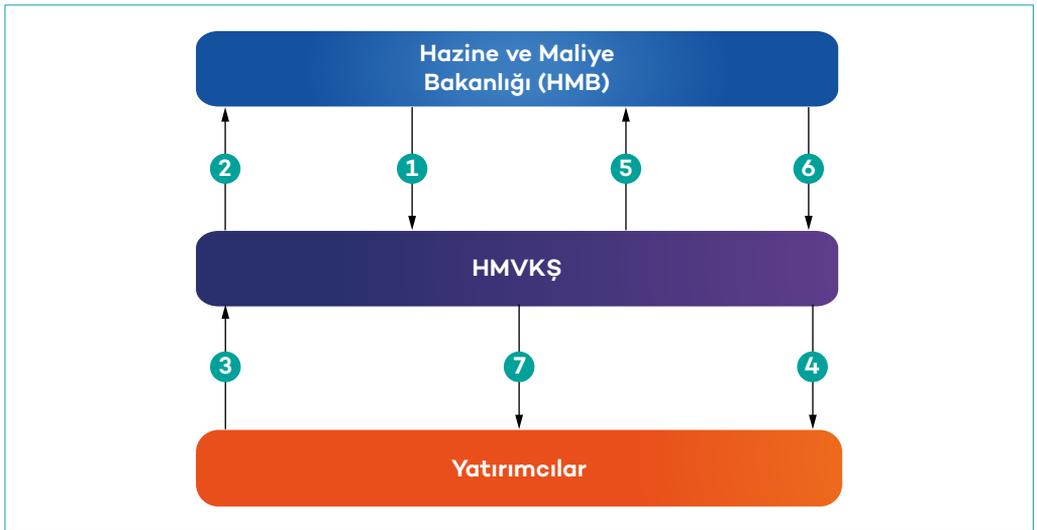


uluslararası bankalar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Mezkûr araçlar ihraç hizmetleri nedeniyle sembolik bir komisyon ücreti almaktadır (a.g.e., 2019:87). Hazine, tahvillerin yanı sıra uluslararası piyasalarda kira sertifikası ihraç etmektedir. Kira sertifikalarının ihraç modeli yurt içi piyasaya ihraç edilen kira sertifikalarıyla aynıdır. Bu ihraçlarda da Hazine, aracı uluslararası bankalara yetki vermekte ve ihraçlar aracılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Uluslararası piyasalarda ihraç edilen kira sertifikaları ve tahviller uluslararası hukuka göre işlem görmektedir.

Burada, Hazine'nin kira sertifikası ihraçlarıyla ilgili açıklama yapmanın yerinde olacağını belirtmek gerekir. Hazine tarafından yayımlanan Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu'nda kira sertifikaları doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilen, 6 ayda bir kira ödemesi yapılan, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlem gören, Gelir Vergisi Kanunu Geçici 67.Maddesine göre vergilendirilen, gösterge fiyatları Resmi Gazete'de yayımlanan bir borçlanma aracı olarak ifade edilmektedir.

Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi (HMKŞ) tarafından ihraç edilen kira sertifikasının yapısı Şekil 2.2'de yer almaktadır:

Şekil 2.2. Hazine ve Maliye Bakanlığı Kira Sertifikası İhraç Süreci



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, "Sabit Kira Ödemeli Kira Sertifikaları Yatırımcı Kılavuzu", 2018, s.3-4.



Şekil 2.2'ye göre, 1 numaralı okta kamuya ait olan taşınmazlar¹⁸ Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB) tarafından HMKŞ'ye satılmakta ve tapuda taşınmazları tescilli HMKŞ üzerine yapılmaktadır. 2'de HMKŞ, satın aldığı taşınmazları HMB'ye kiralamaktadır. Bu aşamada kira sözleşmesinin yanında kira süresinin bitiminde taşınmazın HMB tarafından geri alınacağına dair geri alım taahhütnamesi düzenlenmektedir. 3'te satın alınan taşınmazlar dayanak gösterilerek ihraç edilen kira sertifikaları gösterilmektedir. Yatırımcılar payları oranında dönemsel olarak HMB'den elde edilecek kira gelirini paylaşacaklardır. 4'te yatırımcılar kira sertifikaları karşılığında HMKŞ'ye fon aktarmaktadırlar. 5'te yatırımcılardan elde edilen fon HMB'den devralınan taşınmazlar için kaynak oluşturmaktadır. 6'da HMB tarafından dönemsel kira ödemeleri yapılmakta ve kira süresi sonunda taşınmazın satış bedeli ödenmektedir. 7'de yatırımcılara payları oranında kira getirileri aktarılmakta ve dönem sonunda sertifika bedelleri ödenmektedir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018:10-11).

Hazine yatırımcı tabanını genişletebilmek için 2017 yılında altına dayalı kira sertifikası ihracına da başlamıştır. Hazine'nin tahminlerine göre ekonomiye kazandırılmayı bekleyen yastık altında yaklaşık 2200 ton (100 milyar ABD) altın bulunmaktadır. Bu nedenle, gerçekleştirilecek ihraçlarla ülkenin altın rezervleri güçlendirilecektir. İhraç yapısı yukarıda Şekil 2.2'de anlatılan mantıkla işlemektedir. Yatırımcı kılavuzunda yer alan bilgilere göre, ihraçlar Borsa İstanbul tarafından belirlenen niteliklere uygun bir biçimde Kıymetli Maden Standartları ve Rafinerileri Hakkında Tebliğ kapsamında gerçekleştirilmektedir. İhraçlarda, 1000/1000 saflıktaki 1 gram altın 1 adet kira sertifikasına ve 995/1000 saflıktaki 1 kg altın ise 995 adet kira sertifikasına karşılık gelmektedir. Kira ödemeleri yatırımcılara 6 aylık dönemler halinde TL cinsinden altın fiyatına endeksli olarak yapılmaktadır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2018:1-14). Kira ödemeleri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

18 Kira sertifikası ihracına tapuda Milli Emlak Genel Müdürlüğü'ne (Maliye Hazinesi) ait taşınmazlar konu olmaktadır. Bilindiği üzere, Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi öncesinde Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığı iki ayrı kurumsal yapıydı. Bu iki yapı yeni sistemde birleşti ve Hazine ve Maliye Bakanlığı adını aldı. Tapuda devletin herhangi bir taşınmazında Maliye Hazinesi yazmaktadır. Bu ifade Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Maliye tarafına ithafen böyle söylenmektedir.



Kira Ödemesi (6 aylık dönem, TL cinsinden) = *Stokta Bulunan Kira Sertifikası Adedi¹⁹ X 6 Aylık Kira Oranı X Ödeme Tarihi İçin Geçerli Olan Gram Altın Fiyatı*

Hazine eurobond tahviller ve kira sertifikası ihraçları gerçekleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından da borçlanabilmektedir. Eurobond tahviller, yabancı para birimlerinden uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen borçlanma senetleridir. Yabancı para birimlerinde gerçekleştirilen ihraçlarda çoğunlukla ABD Doları, Avro ve Japon Yeni kullanılmaktadır. Eurobond tahviller ABD Doları cinsinden ihraç edilmişse “yankee bonds”, Japon Yeni cinsinden ihraç edilmişse “samurai bonds” ve Çin piyasasında ihraç edilmişse “panda bonds” şeklinde ifade edilmektedir. Eurobond tahviller vadesi 30 yıla kadar olacak şekilde ihraç edilebilmektedir (Karataş, 2019:86).

Türkiye’de borç yönetimi kapsamında oluşturulan borçlanma stratejilerinde borç stokunun likidite ve piyasa riskine (faiz oranı ve döviz kuru) karşı minimum seviyede etkilenmesi hedeflenmektedir. Bütçe açığı finanse edilirken, piyasa riskinin azaltılmasına yönelik iç borçlanmanın toplam borçlanma içindeki oranı artırılmakta ve iç borç stoku içindeki dövize endeksli ve döviz cinsinden borçlanma senetlerinin payı azaltılmakta ve TL cinsi sabit kuponlu borçlanma senetlerine ağırlık verilmektedir. Ayrıca, yeniden finansman riskini azaltabilmek için borç stokunun vadesinin artırılması amaçlanmakta ve enflasyona endeksli senetlerin ağırlığı artırılmaktadır. Bu kapsamda, Yıllık Finansman Programı stratejik ölçütlere uyumlu bir şekilde hazırlanmaktadır. Hazine tarafından dış borç yönetimine ilişkin borçlanma stratejilerinde döviz kuru riskinin minimize edilmesi hedeflenmektedir. Hazine, döviz kuru riskini azaltabilmek için iç piyasadan daha fazla borçlanma politikası uygulamaktadır. Son yıllarda, dış borçlanmaya bütçe finansmanı ve dış borç anapara ve faiz ödemeleri için de gidilmektedir. Bütçe açığının finansmanı için daha çok iç borçlanma tercih edilmektedir (Süler, 2014:75-85).

19 1000/1000 safliktaki altının toplam gram karşılığını belirtmektedir.



4749 sayılı kanuna göre Hazine dış borçlanmada program ve proje kredisi olmak üzere 2 tür kredi kullanabilmektedir. Program kredisi, uluslararası kuruluşlardan (örneğin, Dünya Bankası gibi) bütçeye aktarılmak üzere alınan ülkenin makro düzeydeki ekonomik programlarını gerçekleştirmek için kullanılan dış finansman aracıdır. Proje kredisi, 4749 sayılı kanunda tanımlanan projelerin gerçekleştirilmesi için sağlanan dış finansman aracıdır. Projelerin kapsamına yıllık yatırım programında olanlar, milli savunma projeleri, yap-işlet ve yap-işlet-devret projeleri dâhildir. Bu kredi türü kamu projeleri için alınabildiği gibi Hazine tarafından ödeme garantisi verilerek özel sektör projeleri için de alınabilmektedir.

Borç yönetiminde önemli unsurlardan bir tanesi de DİBS piyasalarının etkin bir şekilde işlev görebilmesidir. DİBS'lerin işlevsel açıdan 2 temel piyasası bulunmaktadır. Bu piyasalar birbiriyle etkileşim içinde olan birincil ve ikincil piyasalardır. Birincil piyasalar, devlet borçlanma senetlerinin ilk olarak ihraç edildiği ve satışının ihale ya da ihale dışı yöntemlerle yapıldığı piyasalardır. Açık ve anlaşılır kurallar çerçevesinde satış ve dağıtım kanallarının geliştirildiği iyi işleyen bir birincil piyasa, devlet borçlanma senetleri piyasalarının etkin işleyişi için vazgeçilmez unsurlardandır. Bunu sağlamak için Piyasa Yapıcılığı Sistemi, perakende satışa ilişkin sistemlerin oluşturulması vb. gibi organizasyonel unsurlar ile ihraç stratejileri, satış yöntemleri ve rekabet gibi hususlar göz önüne alınmaktadır (Turan vd., 2012:172-173). İkincil piyasalar ise, devlet borçlanma senetlerinin ihraçtan sonra alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasaların etkin işleyişi devlet borçlanma senetlerinin likit olma yani nakde çevrilme hızı açısından oldukça önemlidir. İkincil piyasalarda senetlerin nakde çevrilme hızı arttıkça senetlere olan talep de artmaktadır (Yalta, 2020:53). Ayrıca likit ikincil piyasalar, birincil piyasalardaki işlem hacminin artmasını teşvik etmekte ve işlem maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olarak borçlanma maliyetlerine olumlu katkıda bulunmaktadır (Turan vd., 2012:187)

Hazine, DİBS'lerin hem birincil hem de ikincil piyasada etkin bir şekilde alınıp satılması için Piyasa Yapıcılığı Sistemi'ni uygulamaktadır. Bu sistemde belirli kuralları sağlayan bankalar için kullanabilecekleri haklar ve yerine getirmeleri gereken yükümlülükler söz konusudur. Piyasa Yapıcılığı Sistemi



ile borç çevirme riskinin azaltılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, şeffaf, rekabetçi ve daha organize bir ortamın oluşturulması hedeflenmektedir (a.g.e., 2012:175). Bu bankalara Piyasa Yapıcı bankalar denilmektedir. Türkiye’de yer alan Piyasa Yapıcı bankalar Tablo 2.3’te yer almaktadır.

Tablo 2.3. Piyasa Yapıcı Bankalar

Akbank	
Denizbank	
QNB Finansbank	
HSBC Bank	
Türk Ekonomi Bankası	
Ziraat Bankası	
Garanti Bankası	
İş Bankası	
Vakıflar Bankası	
Yapı ve Kredi Bankası	
Halk Bankası	
ING Bankası	

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Kamu Borç Yönetimi Raporu”, Aralık 2020, s.27.

Piyasa Yapıcı bankalar Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi’ne istinaden borçlanma piyasasının geliştirilmesi için Hazine’nin ihraç ettiği senetlerden belirli tutarda almak zorundadır. Bu tutar aylık borçlanma takvimiyle ilişkili olarak her bankanın belirli oranında senet alması şeklindedir. Sözleşmede bu konuya ilişkin detaylar yer almaktadır. Borçlanmada birincil piyasa bu yolla geliştirilmektedir. İkincil piyasayı geliştirmek için söz konusu Piyasa Yapıcı bankalar Borsa İstanbul’da Hazine’nin belirlediği senetlere alım-satım fiyatı girmektedir. Tablo 2.4’te Hazine’nin Piyasa Yapıcı bankalara özgü tanıdığı hak ve yükümlülükler yer almaktadır.


Tablo 2.4. Piyasa Yapıcı Bankalara Tanınan Hak ve Yükümlülükler

Haklar	Yükümlülükler
1. Türk DİBS Piyasa Yapıcısı unvanını kullanabilmektedir.	1. Hazine tarafından aylık olarak ihraç edilen tutarın en az yüzde 3'ünü birincil piyasadan almak zorundadır.
2. İhaleye teminatsız katılım sağlamaktadır.	2. Üç aylık dönemde ihraç edilen tutarın en az yüzde 5'ini birincil piyasadan almak zorundadır.
3. İhalelerde rekabetçi olmayan teklif verebilmektedir.	3. İkincil piyasada likiditeyi sağlamakla görevlidir. Bu gerekçeyle, Hazine tarafından belirlenen tüm ölçüt senetler için asgari 1 ay süreyle alım-satım kotasyonu vermektedir.
4. Piyasa Yapıcı bankalar ihale sonuçlarının açıklandığı andan itibaren valör günü saat 14:00'e kadar ihale sonrası teklif verebilmektedir. Ayrıca, ihalede oluşan ortalama fiyatın üstünde kalan net tekliflerin toplamının yüzde 40'ı kadar ortalama fiyat üzerinden ihale sonrası satış imkânına sahiptir.	4. Hazine'nin genel ekonomi veya mali piyasalar hakkında talep edeceği araştırma, rapor, anket, mali veriler ve benzeri bilgileri Hazine'ye iletmekle yükümlüdür.
5. Para piyasası nakit işlemleri sadece bu bankalarla gerçekleştirilebilmektedir.	5. Birincil piyasada rekabeti bozacak şekilde diğer Piyasa Yapıcılar veya katılımcılarla anlaşamaz ve ortak hareket edemez.
6. TAP satışlarına sadece bu bankalar katılabilmektedir.	
7. Halka arz yoluyla yapılacak ihraçlara sadece Piyasa Yapıcı bankalar aracılık edebilmektedir.	
8. Geri alım ve değişim ihalelerine sadece Piyasa Yapıcı bankalar katılabilmektedir.	
9. Piyasa Yapıcı bankalar Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu toplantılarına iki temsilci ile katılım sağlayabilmektedirler.	
10. Piyasa Yapıcı bankalar TCMB bünyesinde kurulan DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası'nda DİBS ödünç alma ve verme işlemlerine taraf olabilmektedirler.	

Kaynak: Karataş, H., **Hazine, Nakit, Borç ve Risk Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2019, s.74.

Piyasa Yapıcılığı Sistemi ilk olarak Mayıs 2000'de uygulansada 2001 krizi nedeniyle belli bir süre finansal piyasalarda oluşan ortam nedeniyle etkin olamamıştır. Daha sonra yenilenerek 2002 Eylül'de tekrar başlamış ve günümüze değin uygulama alanı bulabilmiştir. Borçlanma politikalarının etkin bir şekilde hayata geçirilmesinde Piyasa Yapıcılar önemli bir rol oynamak-



tadır. Hazine'nin Piyasa Yapıcı bankalara karşı bazı yükümlülükleri vardır. Hazine tarafından bu bankalara sağlanan haklar piyasada yer alan başka aktörlere sağlanmamaktadır. Hazine, Piyasa Yapıcıları'ndan oluşan Piyasa Yapıcılığı Danışma Kurulu'nu ekonomi ile ilgili gelişmeler hususunda bilgilendirmekte ve borçlanma ile ilgili konularda Piyasa Yapıcıları ile istişare edebilmektedir.

Hazine'nin ihraç ettiği DİBS'ler MB tarafından Açık Piyasa İşlemleri'nde (APİ) en önemli rolü üstlenmektedir. MB, APİ ile DİBS satın alıp piyasaya likidite verip parasal genişlemeye gidebilirken, DİBS satıp piyasadaki likidite çekip parasal sıkılaşmaya gidebilmektedir. DİBS'lerin etkin bir piyasada işlem görmesi APİ'nin etkinliği için önemli görülmektedir. MB bu gerekçeyle, para ve likidite politikası çerçevesinde piyasada yer alan diğer finansal aktörlere kıyasla Piyasa Yapıcılara düşük faizle kredi verebilmektedir. Bu bağlamda, MB'nin yayımladığı 2019 yılındaki basın duyurusunda APİ kapsamında Piyasa Yapıcılara likidite sağlanabileceği belirtilmiştir. Bu kapsamda, Piyasa Yapıcılara gecelik faiz oranında politika faiz oranından 100 baz puan daha düşük maliyetle likidite olanağı verilmektedir (Karataş, 2019:81-82). Ayrıca, Borsa İstanbul'da Piyasa Yapıcıları avantajlı durumdadır. Borsa İstanbul'a işlem hacmi üzerinden 0,1 baz oranında değil 0,075 baz puan oranında borsa payı vermektedir.

Bu arada borç yönetimi, nakit yönetimi ve bütçe arasındaki ilişkiye dair bazı hususları vurgulamak yerinde olacaktır. Bilindiği üzere, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yapılanmasında vergi toplanması ve toplanan verginin bütçe kaydı Maliye kısmı tarafından yapılmaktadır. Toplanan vergiler nihai olarak Hazine kasasına girmektedir. Kasa, Hazine'nin mali ajanı olan Merkez Bankası'ndaki hesaplarda tutulmaktadır. Merkez Bankası'nın olmadığı yerlerde Merkez Bankası'nın muhabir bankasında kasa hesabı tutulmaktadır. Örneğin, Ziraat Bankası Hazine'nin muhabir bankası sıfatıyla işlev görmektedir. Hazine kasası, başka bir deyişle, Hazine'nin Merkez Bankası'ndaki Türk Lirası, Döviz ve Altın cinsinden varlıkların toplamı anlamına gelmektedir. Hazine'nin veznesi rolünde olan Merkez Bankası'nın Hazine tarafından talimat verilen ödemeleri yerine getirebilmesi için Hazine'nin yeteri kadar rezerv varlığına sahip olması gerekmektedir. Şekil 2.3'te Hazine kasasına gi-



ren ve kasadan çıkan temel kalemler yer almaktadır. Bu kalemlerin bir kısmı bütçe gelir ve giderlerinin ana kalemlerini, bir kısmı da bütçedeki açığın finansmanı için alınan borçlar ile bunların geri ödenmesini göstermektedir.

Şekil 2.3. Hazine Kasasına Giriş ve Hazine Kasasından Çıktılar



Kaynak: Karataş, H., **Hazine, Nakit, Borç ve Risk Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2019, s.4.

Şekil 2.3'ten de görüleceği üzere Hazine kasasına nakit girişleri; vergi gelirleri, vergi dışı gelirler, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından aktarılan



özelleştirme gelirleri, kamu bankaları ve diğer kamu işletmelerinden aktarılan temettüler, düzenleyici ve denetleyici kurumların 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'na göre 3 aylık dönemler itibarıyla aktardıkları gelir fazlalarından oluşmaktadır. Hazine kasasından nakit çıkışları; genel bütçeli kamu idarelerinin harcamaları, özel bütçeli kuruluşların genel bütçeden sağlanan açık finansmanı, Sosyal Güvenlik Kurumu'nun açık finansmanı, toplanan vergi gelirlerinden bütçe dışı fonlara ve yerel idarelere aktarılan vergi payları, kamu bankaları ve işletmelere yapılan sermaye transferi ve görev zararı ödemeleri şeklindedir. Finansman boyutundaysa Hazine tarafından gerçekleştirilen iç ve dış borçlanma kasaya nakit girişi anlamına gelirken, borcun anapara ve faiz ödemeleri kasadan nakit çıkışı anlamına gelmektedir.

Devlet sistemi içinde toplanan bütün gelirler nihayetinde Hazine'nin Merkez Bankası'ndaki hesaplarına yatmaktadır. Kurumlara bütçede verilen ödeneklerin harcanması ise, ödenek serbestisi olduktan sonra nakit yönetimi aracılığıyla Hazine'nin kasasından yapılmaktadır. Hazine kasası gelirler için giriş, ödemeler için çıkış noktasıdır. Hazine, borç yönetimi anlamında bütçe açığının finansmanı görevini yerine getirirken, aynı zamanda nakit hareketlerinin giriş ve çıkış noktası görevini de ifa etmektedir. Ayrıca, bütçenin hazırlık ve uygulama sürecinde Hazine aktif rol almaktadır.

Hazine kasasına giren ve kasasından çıkan kalemlerin bu kadar çeşitli kaynaklardan olması nakit yönetimde koordinasyonun da önemini ortaya koymaktadır. Söz konusu koordinasyonu sağlamak için temel harcama-cı kuruluşlarla, gelir aktaran kurumlarla ve borçlanmayı gerçekleştiren birimlerle çok yakın bir şekilde çalışılmakta, periyodik toplantıların yanı sıra günlük olarak da ihtiyaç duyulduğu zaman tüm kurumlarla iletişim kurulmakta ve dinamik bir şekilde nakit yönetimi yürütülmektedir (Karataş, 2019:4). Hazine'nin nakit yönetimine ilişkin nakit gerçekleştirmeleri içeren verileri Bakanlığın internet sayfasında ve aylık/yıllık olarak yayımlanan Kamu Borç Yönetimi Raporu'nda yayımlanmakta ve kamuoyuyla paylaşılmaktadır.



2.5. İSLAM İKTİSADI AÇISINDAN DEĞERLENDİRME

İslam'da borç verme ya da kredi işlemi karz²⁰ ile ilişkilendirilmektedir. Karz²¹, sözlük anlamı olarak “karşılık vermek, kesip koparmak” (Apaydın, 2001:520), terim anlam olarak ise; maddi karşılık beklentisi içerisinde olmadan, bir maldan faydalanıp bedelini misliyle iade etmek üzere başkasına vermektir. Bir başka deyişle karz, verilen borcun taraflar arasında belirlenmiş bir vadede aynı ile iade etme yükümlülüğüdür. Karz sadece para değil; ölçü, tartı veya sayı ile ifade edilebilen mallarda söz konusu olabilmektedir (Poyraz, 2019:255). İslam'da riba (faiz) kavramı da borç işlemiyle ilişkilidir. Borç verme işleminde riba (faiz) açık bir şekilde yasaklanmıştır (Ismail and Dewi, 2014:232-233). Diğer bir deyişle, İslam'da borç verilen anapara miktarına ilave artışı şart koyup kazanç elde etmek yasaklanmıştır.²² Tablo 2.5'te İslam iktisadi ilkelerine göre borçlanma yer almaktadır:

Tablo 2.5. İslam İktisadi İlkelerine Göre Borçlanma

	Açıklama	Uygun	Yasak
1	Borç verme	Faiz olmadan	Faiz alarak
2	Borcun geri ödenememesi	Zor durumda olanlar için ödemeyi askıya almak	Geciken ödeme için faiz almak
3	Borcun ödenmesi	Zamanında ödeme	Ödemenin kasıtlı olarak geciktirilmesi

Kaynak: Ismail, N. and Dewi, B.R. “Maqasid Shari’ah’s View and its Solution on Foreign Debt in Indonesia”, **Global Review of Islamic Economics and Business**, Vol.1, No.3, 2014, p.233.

Tablo 2.5'te yer alan “Borç verme” kavramı aslında karz-ı hasen olarak nitelendirilebilmekte ve teşvik edilmektedir. Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde karz-ı hasen, tasarrufların verimli yatırımlara dönüşmesi için teşvik edilen

20 Faizsiz karza (ödünç) karz-ı hasen, faiz içeren karza (ödünç) karz-ı ribevi denilmektedir. İkras; karz vermeye, mukriz; karz veren kimseye, istikraz; karz almaya, müstakriz; karz alan kimseye denilmektedir (Durmuş, 2011:57).

21 Karz kelimesi Kur’an-ı Kerim’de 6 ayette geçmekte olup, güzel borç anlamında “karz-ı hasen” olarak kullanılmaktadır. Bir karşılık beklemeden sırf Allah rızası için ve O’nun kullarına yardımcı olmak amacıyla verilen ödünçün sahibine sevap, bereket ve bağışlanma sebebi olacağı vurgulanmaktadır (Poyraz, 2019:255).

22 Bakara Suresi, 2:275-279; Al-i İmran Suresi, 3:130; Nisa Suresi, 4:161; Rum Suresi, 30:39.



bir finansman metodudur. Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde zor durumda kalan borçluya borcu geç ödemesine karşılık herhangi bir faiz alınmamıştır. Ancak, borçlunun borcunu zamanında ödemesi teşvik edilmiştir (a.g.e., 2014:233).

İslam'da borç vermek teşvik edilirken²³, karşılığında riba (faiz) alınmasına izin verilmez. Riba (faiz) kelime anlamı olarak "herhangi bir şeydeki şart koşulan karşılıksız artış ve fazlalık" anlamına gelir (Erdem, 2018:2). Borç ilişkisindeki kullanımı ise, borç verilen misli malın belirli bir fazlalıkla geri alınması ya da herhangi bir borç ilişkisinden kaynaklanan ödemenin gecikmesi nedeniyle borç veren tarafından borçluya ilave süre verilip süre sonunda borçludan alacağın verilen borç miktarından fazlaca tahsil edilmesi durumunda ortaya çıkan fazlalık şeklindedir.

Kur'an-ı Kerim'de riba (faiz) yasağı konusunda 4 aşamadan bahsedilir.²⁴ Riba yasağı ile ilgili ilk ayet Mekke döneminde inmiştir. Bu ayette faizin Allah (c.c.) katında bereketsiz bir kazanç olduğu, malı artırmayıp aksine malın bereketini ortadan kaldırdığı, buna karşılık Allah (c.c.) rızası için verilen zekâtın malı artıracığı vurgulanmıştır (Rum 30/39).²⁵ İktisadi adalete zarar veren ve toplumda tahribata neden olan riba uygulamalarına karşı Kur'an'da bu ayetle olumsuz bir çerçeve çizilmiştir (Diyanet İşleri Başkanlığı (d), 2017:319). Ayrıca bu ayette, faizin Allah (c.c.) katında çirkin görüldüğü belirtilmekte ve bereketsizliğine vurgu yapılarak faizin kaldırılması için psikolojik zemin oluşturulmaktadır (Diyanet İşleri Başkanlığı (a), 2017:670).

İkinci aşamada Medine döneminde indirilen Nisa suresinin 160-161. ayetlerinde; Yahudilerin yaptıkları zulüm, kendilerine yasaklanmış olduğu halde faiz almaya devam etmeleri, insanların mallarını haksız yere yemeleri sebebiyle önceden helal kılınmış olan temiz ve hoş şeylerin onlara haram kı-

23 Bakara suresi 245.ayetin meali şu şekildedir: "Kim Allah'a güzel bir borç verirse Allah da bunu kat kat fazlasıyla öder. Daraltan da genişleten de Allah'tır ve O'na döndürüleceksiniz (Diyanet İşleri Başkanlığı (a), 2017:384)."

24 Var olan yanlış bir uygulamayı toplumun yapısını ve alışkanlıklarını dikkate alarak aşamalı olarak ortadan kaldırmak Kur'ani yaklaşımlardandır (Erdem, 2018:5).

25 Rum suresi 39.ayetin meali şu şekildedir: "İnsanların malları içinde artsın diye faizle her ne verirsiniz, Allah katında artmaz. Ama Allah'ın hoşnutluğunu isteyerek her ne zekât verirsiniz; işte bunu yapanlar sevaplarını kat kat arttıranlardır (Diyanet İşleri Başkanlığı (d), 2017:310)."



İnıldığından bahsedilmekte ve inkâr edenlere acı bir azabın hazırlandığı belirtilmektedir. Burada da dolaylı bir biçimde faiz yasağına temas edilmiştir (Diyanet İşleri Başkanlığı (a), 2017:670).

Üçüncü aşamayı oluşturan ve Medine döneminde indirilen Al-i İmran suresinin 130. ayetinde ise faiz açıkça yasaklanmıştır. Bu ayette Allah (c.c.) tarafından kat kat faiz yenilmemesi emredilmiş ve kurtuluşa erebilmek için Allah'tan (c.c.) sakınılmasının gerekliliği hatırlatılmıştır. Burada ilk olarak Mekke'de yaygın olan bileşik faizli borç işlemleri hatıra gelmekle beraber, ayetteki "kat kat" vurgusu basit (tek dereceli) faizli işlemlerin helal olduğu anlamında kullanılmamaktadır. Buradaki vurgu, Arap toplumunda yaygın olan ve vadesinde ödenmeyen borçlar hakkında yapılan tefecilik uygulamalarının kötülüğüne yapılmış özel bir vurgu şeklinde ifade edilmektedir. Ayrıca, faizle borçlanan insanların çoğunlukla ödeme güçlüğüne düşebilecekleri ve borcu vadesinde ödeyemedikleri için gecikme faizini de içerecek şekilde "kat kat" faize katlandıkları hususuna dikkat çekilmektedir (Diyanet İşleri Başkanlığı (a), 2017:670-671). Riba ayetleriyle; tefecilik gibi uygulamalar reddedilmekte ve **mal-hizmet ticareti, zekât ve sadaka gibi hususları öne çıkaran adil bir iktisadi düzen** öne çıkarılmaktadır. İslam iktisadi perspektifinden **emek harcanmadan ve risk almadan borç verme yoluyla kazanç (faiz geliri) elde edilmesi uygun görülmemektedir**. Kur'an-ı Kerim'de **emek ve risk içeren ticaret merkezli bir iktisat tasavvuru** söz konusu olduğu için faiz temelli bir sistem kesinlikle yasaklanmıştır. İslami bir iktisat düzeninde, **servetin ve gelirin oluşumu, ihtiyaç duyulan malların ve hizmetlerin üretilmesi ve mübadelesi yoluyla gerçekleştirilmelidir**. İslami bir iktisat düzeninin temel motivasyonu ve dinamiği **çalışmak başka bir deyişle üretmektir**. Alın teriyle üretmek, bakmakla mükellef olduğu kişilerin rızkını temin etmek, onların dünya ve ahirete ilişkin sorumluluklarını yerine getirebilmelerine vesile olmak, insanın kulluk görevinin ayrılmaz bir parçasıdır (Erdem, 2018:1-14).

Dördüncü aşamada Bakara suresinde 275-281. ayetleri içeren kısımda faiz kesin bir şekilde yasaklanmıştır. 275. ayette faiz yiyenlerin şeytanın çarparak sersemlettiği kimse gibi (kabirlerinden) kalkmalarından, bunun sebebi-



nin “Alım satım da ancak faiz gibidir” demelerinden kaynaklandığı ifade edilmektedir. Ayrıca, Allah’ın (c.c.) alım satımı helal, faizi ise haram kıldığı vurgulanmıştır. Kime bu konuda Allah’tan (c.c.) bir öğüt erişirse ve faizciliği bırakırsa geçmişte yaptığıнын kendisine ait olduğu ve işinin de Allah’a (c.c.) kaldığı belirtilmektedir. Faizcilikte ısrar edenlerinse devamlı kalmak üzere cehennemlik olduklarına vurgu yapılmaktadır. 279.ayette faizdeki ısrarcılığın Allah’a (c.c.) ve Resulüne (s.a.v.) karşı savaş açmak olduğu vurgulanmaktadır. Faizin yasaklanmasında kullanılan bu sert üslup aslında **faizciliğin neden olduğu iktisadi, sosyal ve ahlaki zararların büyüklüğü** ile de ilgilidir (Diyanet İşleri Başkanlığı (a), 2017:428-430).

İslam tarihinde genel olarak, Müslüman ilim adamlarının faizi borç verme-deki artış ya da borcun yeniden yapılandırılmasındaki artış olarak anladıkları gözlenmektedir. Bu artışlar ise **ekonomide herhangi bir reel üretime ve katma değere karşılık gelmediği** için gereksizdir (Kahf, 2019:129). Bu ortak yaklaşıma, Hz. Peygamber’in (s.a.v.) birçok hadisinde²⁶ rastlamak mümkündür. Bu hadisler arasında **“Cahiliye ribası”²⁷** ayaklarımızın altındadır. Fakat anaparanız sizindir. Ne haksızlık edin ne de haksızlığa uğrayın (Diyanet İşleri Başkanlığı (g), 2020:185). İlk kaldırdığım riba ise Abdülmuttalib’in oğlu Abbas’ın ribasıdır”, “Anaparanız sizindir, alacaklıdan bundan fazlasını isteyip de haksızlık etmeyiniz.”, “Ashabım, biliniz ki faizin her çeşidi kaldırılmıştır.”, “Ribayı yiyene, ödeyene, yazana ve şahit olana lanet olsun (Diyanet İşleri Başkanlığı (e), 2020:169-171)” yer almaktadır.

Buraya kadar Kur’an-ı Kerim ve hadisler ışığında borç ilişkisinde faize karşı yaklaşım ortaya koyulmuştur. Hz. Peygamber (s.a.v.) ve Dört Halife döneminde borçlanmanın nasıl gerçekleştiği, borçlanırken faize karşı tutum ise uygulama örnekleriyle aşağıda ifade edilmektedir:

Hz. Peygamber (s.a.v.) dönemine bakıldığında onun acil durumlarda ve kamu yararına hem aynı hem de nakdi olarak Müslüman ya da gayrimüs-

26 Riba ile ilgili Kur’an-ı Kerim’de verilen manayı ifade eden kabul edilebilir sahihlik düzeyinde 55 tane hadis bulunmaktadır (Kahf, 2019:124). Meşhur olmuş 6 mal hadisinde “altın, gümüş, arpa, buğday, hurma ve tuz” üzerinden ribaya vurgu yapılmaktadır. Burada aynı cinsin eşit miktarda ve peşin olarak değiştirilmesi gerektiği ifade edilirken, fazlalık talebi durumunda ribaya düşüleceği belirtilmektedir.

27 Ribe'l-cahiliyye ya da ribe'n-nesie (vade ribası) olarak da ifade edilmektedir (Kallek, 2015:41).



limlerden borç aldığı görülmektedir. Borçlanma; içme suyu, cami inşası, yoksulların doyurulması gibi ihtiyaçların karşılanması ya da askeri savunma amacıyla gerçekleştirilmiştir (Kahf, 1992:10). Onun borçlanma yönteminde herhangi bir zorlama yoktur. Kredi olarak aldığı borçların hiçbirinin geri ödemesinde ilave bir taahhüt bulunmamaktadır. İhtiyaç durumunda görünürdeki amaca hizmet etmesi için de aynı ya da nakdi borç almıştır. Hz. Peygamber (s.a.v.) aldığı borçları geri ödemiştir (Siddiqi, 2018:85).

Dönem dönem bu borçlar, biriken borçları kapatmak için alınmıştır. Borçlanmanın esas amaçlarıysa temel ihtiyaçları için Hz. Peygamber'den (s.a.v.) yardım isteyenlere yardım etmek ve saldırılara karşı savunmayı güçlendirmektir. Alınan borçlar faizsiz şekilde alınmış ve hiçbir şekilde borçlar inkâr edilmemiştir. Alınan borçlar her zaman geri ödenmiştir. Hz. Peygamber (s.a.v.) vefat ettiğinde arkasında hiçbir borç bırakmamıştır. Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde kurulan kamu maliyesindeki önemli denge sayesinde, ondan sonraki dört halife döneminde açık finansmanına başvurulmamıştır (Iqbal ve Lewis, 2019:268-272).

Hz. Peygamber (s.a.v.) döneminde yeterli gelir olmadığı zamanlarda halktan bağış kabul edildiği ve borç alındığı da olmuştur. Örneğin, Tebuk seferinin masraflarını karşılamak için Hz. Peygamber (s.a.v.) varlıklı kişilerden yardım talebinde bulunmuştur. Hz. Peygamber'den (s.a.v.) sonraki dönemde de devlet bazı cehbezlerden aybaşlarında maaşları ödemek için borç almış ve bunları Ahvaz bölgesinden gelen gelirlerle ödemiştir (Yeniçeri, 1984:149).

Hz. Peygamber'in (s.a.v.) borçlanmasına ilişkin rivayet edilen vakıalardan birisi de Huneyn savaşı arifesinde olmuştur. Hz. Peygamber (s.a.v.) sefere çıktığında çokça silahı olan Safvan bin Umeyye'den yüz tane zırh ile savaşta kullanılmak üzere yetecek kadar silah almıştır. Bu vakıa aynı zamanda gayrimüslimden alınan borca da örnek teşkil etmektedir. Hz. Peygamber (s.a.v.) yine Huneyn savaşına giderken Abdullah bin Ebu Rebia'dan 30-40 bin dinar almış ve savaş dönüşünde bu parayı ödemiştir. Ayrıca borcu ödedikten sonra borç verene "*Allah, senin ailene ve malına bereket ihsan eylesin. Borcun karşılığı onu tam olarak ödemek ve borç verene güzelce teşekkür etmektir.*" buyurduğu nakledilmektedir. Huneyn savaşıyla ilgili



başka bir rivayette, Hz. Peygamber (s.a.v.) Mekke zenginlerinden 130.000 dirhem borç para ile 100 zırlıklı gömlek ödünç almış ve savaşın akabinde elde edilen gelirlerden bunları hemen ödemiştir (a.g.e., 1984:149).

Dört Halife'den Hz. Ebubekir (r.a.) döneminde, beytül-mâlden 7000 dirhem tüketim kredisi alınmış ve borcun terikeden ödenmesi vasiyet edilmiştir (Kallek, 2015:51). Ayrıca, Hz. Ömer'in (r.a.) halifeliği döneminde muhtaç duruma düşmüş kimselere beytül-mâlden faizsiz kredi verilmiş ve 6 ayda bir borçluların maaşlarından devlet alacağı tahsil edilmiştir. Hz. Ömer (r.a.) döneminde ortaklık temelinde beytül-mâlden tüccarlara faizsiz ticari kredi verilmiş ve elde edilen kâr, Hazine ile tüccarlar arasında paylaştırılmıştır. Bu ortaklığa İslam iktisadında mudarabe ortaklığı denilmektedir (Yeniçeri, 1984: 218-219). Örneğin, Hz. Ömer (r.a.) döneminde beytül-mâlden kadınların da kredi kullandığı ve Hind bt. Utbe'ye 4000 dirhem borç verildiği ve Hind'in bu parayı ticari faaliyetlerinde kullandığı nakledilmektedir (Erkal, 1992:94). Hz. Osman (r.a.) ise beytül-mâlden 100.000 dirhem borç almış ve bu borca ilişkin senet Abdullah b. Erkam tarafından düzenlenmiştir. Bu borcun vadesi geldiğinde geri ödenmiştir (Kallek, 2015:52).

Hz. Peygamber (s.a.v.) ve Dört Halife dönemine bakıldığında İslam iktisadı perspektifinden borçlanmaya ilişkin olarak Sıddıqî'nin ifadesiyle özetle şunlar söylenilebilir: "İhtiyaç olduğunda borçlanmak, gayrimüslimden de olsa meşru bir faaliyettir. Savaş durumunda borçlanmak meşru bir nedendir. Ekonomik kalkınma ile ilgili erken tarihte bir örnek kayıt bulunmamakla birlikte, faizsiz olmak kaydıyla ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için borçlanmak meşrudur. Yoksulları besleme, giydirme, barındırma ve tıbbi yardım sağlama ile ilgili projelerde karz-ı hasen teşvik edilmelidir. Devlet aldığı borcu geri ödemekle yükümlüdür" (Sıddıqî, 2018:95).

Hz. Peygamber (s.a.v.) ve Dört Halife döneminde devlet borçlanmasına ilişkin yaklaşım genel hatlarıyla yukarıda ifade edilmeye çalışılmıştır. Bunun yanında, İslam iktisatçılarının da borçlanmaya yaklaşımlarını ele almak yararlı olacaktır. İslam iktisatçılarından Chapra, devlet borçlanmasının faiz problemi oluşturacağını öne sürmekte, parasal genişleme ve borçlanmanın bütçe açığı sorununa uzun vadeli çözüm olamayacağını vurgulamaktadır.



Ayrıca, borçlanmanın uzun vadede gelecek kuşaklar üzerine bir yük olacağını ifade etmektedir (Mawardi vd., 2019:287-288). Chapra'ya göre, Müslüman ülkeler borçlanmaya; israf ve yolsuzluk giderleri, fiyat sübvansiyonları, verimsiz ve hantal kamu sektörü, yüksek savunma giderleri nedeniyle yapılan aşırı harcamalar yüzünden başvurmaktadır (Chapra, 1995:291-293).

Gazali (ö.1111), borçlanmanın devletin bir gelir kaynağı olduğu yaklaşımındadır. Ona göre, eğer devletin gelecekteki gelirleri borcunu ödemeyi garanti ediyorsa, halktan borçlanma yoluna gidilebilir. Borcun ödenme zamanı geldiğinde herhangi bir gelir öngörülmiyorsa, hükümet borçlanmamalıdır (Mawardi vd., 2019:287-288).

Maverdi (ö.1058) ise, devletin harcamasını 3'e ayırmaktadır. Bunlardan ilki hükümet için mal ve hizmet alımıdır. Mal ve hizmet alımına örnek olarak ordu için silah alımı ve memur maaşlarının ödenmesi verilebilir. İkincisi temiz suyun tedariki, alternatifi olmayan yolların yapımı gibi hususlardır. Üçüncüsü alternatif yollar olmasına rağmen yeni yolların yapılması gibi toplumun refahını artırmaya ilişkin harcamalardır. Maverdi'ye göre, eğer bir hükümet giderlerini karşılayacak yeteri kadar fona sahip değilse sadece ilk gruptaki giderlerin karşılanması için borçlanma yoluna gitmelidir. Ona göre, ikinci ve üçüncü gruptaki giderler için hükümet kredi yoluyla borçlanmalı ve üst gelir grubundaki vatandaşlarından yüksek düzeyde vergilendirme yoluna gitmelidir. İmam el-Cüveyni (ö.1085) ise devletin giderini; düşman saldırılarına karşı ülkenin korunması için savunma gideri, Müslüman ordunun hazırlanması ve memur maaşları olmak üzere 3 sınıfa ayırmaktadır. Ona göre, devletin harcamaları gelirleriyle denge içerisinde olmalı, ulusal projelerin finansmanı zorunlu kredilere, borçlanmaya ve ilave vergilere bağlı olmamalıdır. El-Maliki'ye (ö.795) göre devlet hazinesinde yeterince varlık yoksa ve acil bir durum oluşmuşsa devletin borçlanmaya gitmesinde problem yoktur. Acil duruma örnek olarak doğal afetler, savaş ortamı ve ordunun ihtiyaçları, memur maaşları, yoksulların ihtiyaçları gibi durumlar verilebilmektedir (a.g.e., 2019:288).

Mawardi (2019)'a göre devlet borçlanma yapacaksa mümkünse müslüman bir ülke diğerlerine tercih edilmelidir. Finansman için iç borçlanma imkânı



kalmamışsa dış borçlanmaya gidilmelidir. Bütçe açığının finansmanı için kamu, özel sektör ve bireysel yatırımcının tarafı olabileceği mudarabe, selem ve istisna finansman yöntemlerine dayanan İslami sertifikalar ihraç edilmelidir (a.g.e., 2019:288-289). Kamu borçlanmasının sosyal adalet yönüyle ilgili olarak, eğer kamu borçlanması enflasyon baskısı nedeniyle özellikle alt gelir gruplarının satın alma güçlerine olumsuz etki ediyorsa borçlanmanın neden olacağı zararlar ya tazmin edilmeli ya da bu tarz borçlanmadan vazgeçilmelidir (Kahf, 1992:47-49).

Günümüzde, **dünyada ve Türkiye’de devlet hazineleri tarafından gerçekleştirilen iç ve dış borçlanmanın büyük kısmı faiz temelli borçlanma olup, İslam iktisadına göre bu şekilde borçlanarak finansman elde etmek uygun görülmez.** Hazinelerin borçlanmak için yurt içinde ve yurt dışında ihraç ettiği bono ve tahviller yatırımcısına anaparaya ilave olarak faiz getirisi tahhüt etmektedir. Hazine ile bu senetleri satın alan yatırımcı arasında faiz içeren borç (karz) sözleşmeleri oluşmaktadır. Hazinelerin faizli kredi yoluyla yurt içi ve yurt dışı bankalardan borçlanmasında da borç alan ile borç veren arasında kurulan sözleşme faizli borç (karz) sözleşmesidir. **“Anapara+faiz” içeren borç sözleşmeleri İslam iktisadı prensipleri çerçevesinde uygun görülmez.** Hazineler tarafından ihraç edilen sukuk²⁸ ise teoriye uygun bir şekilde ihraç edilmesi durumunda İslam iktisadı prensipleri çerçevesinde uygun görülmektedir. Burada teoriyle de uyumlu olarak mülkiyet hakkından kaynaklanan varlık üzerinde tasarruf edebilme hakkının tam olarak yatırımcılara geçmesi ve “sat-kirala-geri al” mekanizmasında kurulan sözleşmelerin fikhî anlamdaki sorunlarının giderilmesi gerekmektedir.

Hazinenin borç yönetiminde risklerin yönetilmesi amacıyla kullanılan **swap (takas) işlemi**, faiz ve kur riskine karşı geliştirilmiş bir borç takası işlemidir. Literatürde faiz ve döviz takası olarak iki çeşidinden bahsedilen bu işlemde karşılıklı olarak borca ilişkin maliyetin ve riskin azaltılması dışında **swap faizi, swap primi, swap opsiyonu** vb. olarak herhangi bir menfaatin sağlanması gerekmektedir. Aksi halde İslam iktisadı perspektifinden bu işlem uygun görülmemektedir. Bayındır (2005)’e göre **swap işlemi**, borcun mali-

28 Türkiye’de “kira sertifikası” adıyla ihraç edilmektedir.



yetinin düşürülmesine ilişkin yardımlaşma amaçlı bir işlem olarak yapılırsa uygun görülmektedir. Yine borç yönetiminde riskten korunma (**hedging**) işlemleri arasında yer alan **forward ve futures** işlemleri, Bayındır (2005:63-72)'e göre; faiz, döviz, hazine bonusu, devlet tahvili, hisse senedi gibi misli nitelikteki finansal türev varlıkların vadeli olarak alınıp satılmasından müteşekkil kredi işlemleri olup faiz içermekte ve İslam iktisadı açısından mezkûr işlemler uygun görülmemektedir. Türev ürün sözleşmelerinden **opsiyon**; spekülatif amaçlar taşımaması, borcun borçla satımı, seçme hakkının opsiyon primi karşılığında kullanımı ve işlemin bir çeşit kumar olması, faiz içermesi, fiyat farklılıklarından kazanç sağlaması ve opsiyon işlemiyle batıl yollarla mal edinimi gibi nedenlerle İslam iktisadı açısından uygun görülmemektedir (Durmuş, 2011:95-97).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HAZİNE BORÇ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

3.1. İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	91
3.1.1. Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemleri	92
3.1.1.1. Mudarabe Ortaklığı	92
3.1.1.2. Muşareke Ortaklığı	94
3.1.2. Satış Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemleri	96
3.1.2.1. Murabaha	96
3.1.2.2. Selemler	98
3.1.2.3. İstisna	101
3.1.3. Kira Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemi	104
3.1.3.1. İcare	104
3.1.4. Vekâlet Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemi	107
3.1.4.1. Vekâle	107
3.1.5. Menkulleştirmeye Dayalı Finansman Yöntemi	109
3.1.5.1. Sukuk	109
3.2. ÇEŞİTLİ İSLAM ÜLKELERİNDE KAMU TARAFINDAN KULLANILAN FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	110
3.2.1. Malezya	110
3.2.1.1. Kamu Yatırım Sertifikaları	110

3.2.2. Bangladeş	112
3.2.2.1. Kamu İslami Hazine Senedi	112
3.2.3. Sudan	113
3.2.3.1. Kamu Muşareke Sertifikaları	113
3.2.3.2. Kamu Yatırım Sertifikaları	115
3.2.4. Bahreyn	116
3.2.4.1. Kamu Selem Sertifikaları	116
3.2.5. Maldivler	118
3.2.5.1. Kamu Mudarabe Sertifikaları	118
3.3. TÜRK HAZİNESİ İÇİN İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMİ ÖNERİLERİ	119
3.3.1. Mudarabe Sertifikaları	119
3.3.2. Selem Sertifikaları	121
3.3.3. Murabaha Sertifikaları	122
3.3.4. İstisna Sertifikaları	123
3.3.5. Muşareke Sertifikaları	125
3.4. İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİNİN FAİZLİ BORÇLANMAYA GÖRE AVANTAJLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	126



HAZİNE BORÇ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bu çalışma kapsamında bir önceki bölümde, Hazine borç yönetiminde kullanılan genel olarak faiz içeren konvansiyonel finansman araçları üzerinde durulmuştur. Bunun yanında, Hazine borç yönetiminde kullanılabilecek İslam iktisadı teorisinde yer alan faizsiz finansman yöntemleri de bulunmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde İslam iktisadı ile uyumlu finansman yöntemlerine detaylıca yer verilecektir. Ayrıca, dünyada İslam iktisadı ile uyumlu finansman yöntemlerini kamu düzeyinde kullanan ülkelerden iyi uygulama örnekleri paylaşılacaktır. Daha sonra, İslam iktisadı teorisinde yer alan finansman yöntemleri ve dünyadaki uygulama örnekleri göz önüne alınıp Türk Hazinesi borç yönetiminde kullanılabilecek İslam iktisadı ile uyumlu finansman yöntemleri önerilecektir.

3.1. İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

İslam iktisadının hedeflediği iktisadi düzen; üretim ve ticaret merkezli, ortaklığa ve risk paylaşımına dayalı, sürdürülebilir bir büyüme ve gelir dağılımında adaleti esas alan bir yaklaşımdır. Faizcilik nedeniyle iktisadi düzenin bozulması ise yeryüzünde bozgunculuk olarak değerlendirilmektedir (Erdem, 2018:17-18).

İslam iktisadında uygun görülen faiz içermeyen finansman yöntemleri; *mu-darabe*, *muşareke*, *murabaha*, *selem*, *istisna*, *icare* ve *vekâle* olarak ifade edilmektedir. Söz konusu yöntemlere ilişkin detaylar izleyen alt bölümlerde sunulacaktır.



3.1.1. Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemleri

İslam'da faiz yasağı, iktisadi sistemin temel unsurlarından bir tanesidir. İslam iktisadi faizli ekonomik sistemin alternatifi olarak ortaklık esasına dayalı bir ekonomik model önermektedir. Bu modelde riskler ortaklıkta yer alan taraflar arasında paylaşılmaktadır. Risk paylaşımı ortaklık neticesinde ortaya çıkacak kâr veya zararın da paylaşımı anlamına gelmektedir (Tunç, 2010:103-122). Kurulan ortaklıklar reel bir ekonomik faaliyete dayanmaktadır.

3.1.1.1. Mudarabe Ortaklığı

Mudarabe “d-r-b: م د ر ب” kökünden türeyen Arapça bir kelimedir. “d-r-b” kökü; yol gitmek, ticaret ve beslenmek için arayış içine girmek/çabalamak anlamlarına gelmektedir (Kumaş, 2006:374). Hicazlılar (Şafii ve Malikiler), mudarabe kelimesi yerine, sermayedarın (rabbü'l-mal, mukârız) sahip olduğu sermayesinden kesip girişimciye (mudarib, mukaraz, âmil) verdiği için, sermayedar-girişimci ortaklığını kârız (keserek koparmak) kökünden gelen mukaraza ya da kırâz kelimesiyle ifade etmektedir. Hanefi ve Hanbeliler daha çok mudarabe kullanmaktadır (Kallek, 2005:359).

Mudarabe ortaklığı, bir tarafın sermayesini diğer tarafın emeğini ortaya koyduğu bir ortaklıktır. Ortaklığın kâr etmesi durumunda anlaşmada belirlenmiş oranda kâr paylaşımı yapılırken, ortaklığın zarar etmesi durumunda sermaye sahibi ortaklık için sağladığı sermaye ile sınırlı olarak zararı üstlenmektedir. Emek sahibinin, kastı ve kusuru olmamak kaydıyla, buradaki zararı ise emeğinin boşa gitmesi ve zaman kaybıdır (Sümer, 2020:9). Mudarabe ortaklığı, sermayesi olmayan emek sahibi girişimci ile sermayedarın ticari bir faaliyet veya projenin hayata geçirilmesi amacıyla kurulmaktadır (Tunç, 2010:140). Mudarabe ortaklığında sermayedar ve girişimci arasında kâr oranları ve ortaklık çerçevesinde sahip olunan yetkiler gibi ortaklığa ilişkin detaylar ortaklık kurulmadan önce açık bir biçimde belirlenmelidir (Kumaş, 2006:376). Literatürde mudarabe ortaklığı; emek-sermaye ortaklığı, kâr-zarar ortaklığı ve risk paylaşımı gibi adlandırmalarla birlikte kullanılabilir.



Mudarabe ortaklığı ile kurulan akit gayr-i لازم bir akit olup bağlayıcılık özelliği ihtiva etmemektedir. Bu nedenle, ortaklardan birinin tek taraflı irade beyanıyla ortaklık sona erebilmektedir. Ayrıca; karşılıklı anlaşma, anlaşma süresinin dolması, sermayenin telef olması, girişimci ortağın ölümü gibi durumlarda da mudarabe ortaklığı sona ermektedir (AAOIFI, 2018:373-374).

Mudarabe ortaklığı mutlak (kayıtsız) mudarabe ve mukayyed (kayıtlı) mudarabe olmak üzere iki şekildedir. Mutlak (kayıtsız) mudarabe, sermayedarın mudarabe ortaklığının yürütülmesinde girişimciye herhangi bir kayıt/sınır koymadığı mudarabe türüdür. Bu türde, sermayedar ortaklık konusu ile ilgili olarak girişimcinin bilgi birikimine ve tecrübesine tam anlamıyla güvenmektedir. Mukayyed (kayıtlı) mudarabe ise, sermayedarın girişimciye mudarabe ortaklığı konusu ile ilgili hususlarda belirli kayıt ve sınırlar koyduğu mudarabe türüdür (a.g.e., 2018:368). Mukayyed (kayıtlı) mudarabede girişimci sermayedar tarafından koyulan kurallara uymakla mükelleftir. Girişimcinin kurallara uymaması durumunda ortaklık bozulmuş olur ve zarar söz konusu ise girişimci bu zararı üstlenmek zorundadır (Kumaş, 2006:376).

İslam öncesi dönemde olduğu gibi İslam tarihinde ve özellikle de Hz. Peygamber (s.a.v.) ve eşi Hz. Hatice (r.a.) arasında mudarabe ortaklığının gerçekleştirildiği görülür. Maverdi'ye (ö.1058) göre Hz. Peygamber (s.a.v.) ile Hz. Hatice (r.a.) evliliklerinden önce Şam'a gerçekleştirdikleri yolculukta mudarabe ortaklığı kurmuş ve bu ortaklıktan önemli seviyede kâr elde etmişlerdir (a.g.e., 2006:375). Dört Halife ve birçok sahabi de mudarabe ortaklığı yöntemini kullanmıştır (Bayındır, 2001:183). Hz. Ömer (r.a.) döneminde oğulları Abdullah ve Ubeydullah, Basra beytül-mâline borç alıp bununla ticaret yapıp daha sonra merkez beytül-mâline borçlarını ödemiştir. Hz. Ömer (r.a.) oğullarının ticaretten elde ettikleri kârın yarısını da beytül-mâl için almıştır. Burada devlet ile vatandaş arasında mudarabe ortaklığı kurulmuştur (a.g.e., 2001:181).

Kaynaklara göre, günümüzde mudarabe ortaklığına ilişkin bilinen bütün hukuki esaslar 8. yüzyıl itibarıyla geliştirilmiş ve Hanefi hukukuna ilişkin ilkeleri içeren Şeybani'nin "Kitabü'l-Asl" eserinde bu esaslara yer verilmiştir (Udovitch, 1970:170). Mudarabe ortaklığına ilişkin esasların standartlaştırı-



larak fikhî kaynaklara dâhil edilmesi, mudarabe ortaklığının İslam dünyasında yayılmasını hızlandırmıştır (Tunç, 2010:108). Ayrıca, Hanefi fakihlerden Serahsi tarafından kaleme alınan ve yukarıda zikredilen el-Asl'ın şerhi niteliğindeki "El-Mebsut" isimli eserde yaklaşık bir cilt mudarabe finansman yöntemine ayrılmış ve mudarabe teşvik edilmiştir (Kumaş, 2006:375).

Mudarebe bir finansman yöntemi olarak İslam medeniyetiyle sınırlı kalmamış, ilk olarak 10.yüzyılda İtalyanlar olmak üzere Avrupa kıtasında *commenda* adıyla yaygın olarak kullanılan bir yöntem olmuştur (Tunç, 2010:143). *Commenda* kelimesinin Latince kökeni güvenme ve emanet etme anlamı taşımaktadır. Avrupa'da emek- sermaye ortaklığı olarak ticari işlerde yaygınlıkla kullanılmıştır (Poyraz, 2019: 260). Udovitch (1962) tarafından yazılan makalede *commenda* nın kökenlerinin mudarabeden geldiği sonucuna varılmıştır.

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında mudarabe finansman yöntemini kullanabilir. Devlet hazineleri çeşitli gelirlerinin bir kısmını kısa ve uzun vadedeki gider ve ödeme planını göz önünde tutarak mudarabe finansmanı yönteminde değerlendirebilir. Hazineler kurulacak ortaklıkla girişimcileri sermayesiyle destekleyebilir ve ticari bir iş ya da projeden kâr sağlayabilir. Kâr elde edilmesi durumunda hazinelerin geliri artacağı için borçlanma ihtiyacı da azalmış olacaktır.

3.1.1.2. Muşareke Ortaklığı

Muşareke köken olarak Arapça "şerik: شريك" kelimesinden türemiş ve "ortaklık" anlamına gelmektedir (a.g.e., 2010:145). Muşareke sermaye ortaklığı temelinde kurulmakta ve ortaklıkta yer alan taraflar ortaklığa sermaye koymaktadır. Ortaklık sonucunda elde edilecek kâr sözleşmede belirtilen oranlarda ortaklar arasında paylaştırılırken, zarar olması durumunda ortaklar sermayeleri oranında zarara katlanmaktadır (Sümer, 2020:10). Sermaye ortaklığı çeşitli faaliyet alanlarında ve farklı vadelerde kurulabilmektedir. Muşareke ile kurulan ortaklık, İslam şirketler hukukunda inan şirketinin bir türevi olarak ifade edilmektedir (Akyüz, 2018:24-27). Muşareke ortaklığı için taraflar arasında yapılan sözleşmede kâr dağıtım oranı açıkça belirtilirken, ortaklığın kâr getireceğini taraflar birbirine garanti edememektedir. Muşareke, kâr ve



zarar ihtimalini içeren risk paylaşımı esaslı bir ortaklıktır. Muşareke finansman yönteminde kâr reel ekonomik bir girişimin sonucunda elde edilmektedir (Usmani, 1998:17-18).

Muşareke ortaklığına normal şartlarda nakdi sermaye konulması genel kabul gören bir yaklaşım olsada aynı mallar nakit değeri belirlenmek şartıyla ortaklığa sermaye olarak koyulabilmektedir. Muşareke ortaklığına tarafların aynı ya da nakdi olarak koyduğu sermaye İslami prensiplere uygun nitelik taşımalıdır. Muşareke ortaklığına ilişkin sözleşmeye yönelik taraflar arasında ortaklık sürecinin herhangi bir aşamasında üzerinde taraflarca uzlaşmak kaydıyla bazı şartlarda ve kâr oranında değişim yapılabilmektedir. Zararın olması durumunda ise sermaye payları oranında zarara katlanılması değiştirilemez bir kuraldır (AAOIFI, 2018:322).

Ortaklar; alım-satım, kiralama, havale, rehin verme-alma, yasal işlem yapma gibi birçok işlemi yapma hakkına sahipken, diğer ortağın/ortakların izni olmaksızın tek taraflı olarak bağışta bulunma ve borç verme hakkına sahip değildir. Ortaklığa koyulan sermaye taraflar için emanet hükmünde olduğu için kasıt ve kusur yoksa ortakların sermayeyi tazmin yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu gerekçeyle, ortakların birbirine ortaklık sermayesini garanti etmesi uygun değildir (a.g.e., 2018:323-325).

Muşareke ortaklığını taraflardan her biri, diğer ortağı/ortakları bilgilendirmek şartıyla sona erdirebilir. Muşareke ortaklığının tasfiyesiyle varlıklar nakitse sermaye paylarıyla orantılı olarak ortaklara dağıtılır. Eğer varlıklar likit değilse ortaklar arasında uzlaşılacak bir yöntemle ve ortaklıktaki sermaye paylarıyla uyumlu olarak varlıkların dağıtımına karar verilebilir. Ayrıca, ortakların birinin ölümü ve fiil ehliyetini kaybetmesi durumunda da muşareke ortaklığı sona ermektedir (Usmani, 1998:28).

Muşareke finansman yöntemi temelinde gerçekleştirilen ve muşarekenin bir türü olarak ifade edilen *azalan muşareke*¹ ise kâr ve zarar ortaklığı çerçevesinde ortaklığa konu olan varlığın mülkiyetinin aşama aşama taraflardan birinin şahsi mülkiyetine geçerek sonlanan bir ortaklık türüdür (Akyüz, 2018:2). Azalan muşareke ile taraflar arasında yapılan sözleşmeler (akitler)

1 İngilizcesi "diminishing musharakah" şeklinde ifade edilmektedir.



bileşik (mürekkep) nitelik taşımakta ve bağlayıcı vaat içermektedir. Azalan muşareke ortaklık sözleşmesi konu bakımından istisna ve icare finansman yöntemlerini; devir bakımından hisselerin ve kârın devredilmesini içerecek şekilde kurulabilmektedir. Azalan muşareke; hastane, okul, yol, elektrik santrali ve konut yapımı gibi çeşitli projelerin finansmanında kullanılabilir bir yöntemdir (a.g.e., 2018:49-64).

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında muşareke finansman yöntemini kullanabilir. Devlet hazineleri çeşitli gelirlerinin bir kısmını kısa ve uzun vadedeki gider ve ödeme planını göz önünde tutarak muşareke finansmanı yönteminde değerlendirebilir. Hazineler kurulacak sermaye ortaklığıyla ticari bir iş ya da projeden kâr sağlayabilir. Kâr elde edilmesi durumunda hazinelerin geliri artacağı için borçlanma ihtiyacı da azalmış olacaktır.

3.1.2. Satış Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemleri

3.1.2.1. Murabaha

Murabaha, kelime olarak Arapça “rihb: ربح” kökünden türemiş olup sözlük anlamı olarak “ticari faaliyette yarar sağlamak, kâr edinimi, kazanç, artış” gibi anlamlara karşılık gelmektedir (Sümer, 2020:7). Terim anlamı olarak murabaha, satıcı kimsenin bir malın alış fiyatı veya maliyeti üzerine kâr koyarak bir başkasına satmasını ifade etmektedir (Dönmez, 2006:148). Murabaha^{ss} finansman yöntemine ilişkin işlemlerde ticari bir mal ya da hizmetin alım-satımı veya yatırım faaliyetine ilişkin mal ya da hizmetin karşılanması söz konusudur. Murabaha finansman yöntemi mutlaka reel bir ekonomiye konu olmalı ve elde edilen fonlar mutlaka bir üretim sürecine ya da ticari faaliyete aktarılmalıdır (Tunç, 2010:135-136).

Murabaha, klasik murabaha ve çağdaş murabaha olmak üzere iki şekilde ifade edilmektedir. Klasik murabaha iki taraflı iken, çağdaş murabaha üç taraflıdır. Çağdaş murabahada klasik murabahadan farklı olarak alıcı ve satıcı dışında taraflardan biri fon sağlayan finans kuruluşudur. Klasik mu-

2 Murabaha, Türkiye'deki katılım bankalarında “Kurumsal Finansman Desteği ve Bireysel İhtiyaç Finansman Desteği” adı altında uygulanmaktadır. Katılım bankalarında sağlanan finansman desteği büyük oranda murabaha yöntemiyle sağlanmaktadır (Durmuş, 2011:59).



rabaha yönteminde işlemler peşin olarak gerçekleştirilirken, çağdaş murabaha uygulamasında işlemler vadeli ya da taksitli olarak gerçekleştirilmektedir. İslam Fıkıh Akademisi'nin 1988 yılında aldığı kararlar çerçevesinde murabaha işleminin caiz bir şekilde uygulanabilmesi için aşağıdaki şartları taşıması gerekmektedir (Islamic Fiqh Academy and Islamic Research and Training Institute, 2000:86-87):

- Finansal kuruluş malın mülkiyetine kabz tamamlanmış bir şekilde sahip olmalıdır.
- Finansal kuruluş mal teslim edilmeden önce mala ilişkin gelebilecek zararları, mal teslim edildikten sonra maldaki kusurlar nedeniyle malın iadesi durumunda gerekli yükümlülüğü yerine getirmelidir. Ayrıca, satış sözleşmesinin diğer şartlarına riayet edilmelidir.

Bunun yanında, murabaha satış sözleşmesine dayalı bir işlem olduğu için İslam hukuku açısından geçerli olabilmesi için bazı özellikleri taşıması gerekmektedir (Usmani, 1998:66-70):

- Satışa konu olan şeyin satış anında var olması gerekmektedir.
- Satışa konu olan şey satış anında satıcının mülkiyetinde olmalıdır.
- Satışa konu olan şey satış anında satıcının fiziksel olarak kontrolünde olmalıdır.
- Satış anında satıcı ile alıcı arasında mutlak bir satış gerçekleşmelidir.
- Satışa konu olan şeyin bir değeri olmalıdır.
- Satışa konu olan şey İslam'ın yasakladığı haram şeylerden olmamalıdır.
- Satışa konu olan şey ya bilinen bir şey olmalı ya da bütün özellikleri alıcıya detaylıca açıklanmalıdır.
- Satılan malın/şeyin alıcıya teslimi kesin olmalı, ihtimallere bırakılmamalıdır.
- Geçerli bir satış için fiyat belirlenmiş olmalıdır.
- Satış şartı bağlı olmadan gerçekleşmelidir.



Murabaha satışı vadeli olarak gerçekleştiriliyorsa aşağıda yer alan şartları taşıması gerekmektedir (a.g.e., 1998:70-71):

- Ödemenin yapılacağı vade kesin olmalıdır. Vade belirli gün, ay ve yıl gibi zamanlarla ifade edilebilir. Aksi kararlaştırılmamışsa, vade malın teslimi ile başlamaktadır.
- Satış anında belirlenmiş olmak kaydıyla, vadeli fiyat peşin fiyattan fazla olabilir.
- Satış fiyatı vadeden önce ödeme nedeniyle azalmaz, vade sonunda alıcının ödeyememesi (default, temerrüt) durumunda artmaz.
- Satıcı alıcıdan ödemenin garanti altına alınması için senet ve teminat (ipotek vb.) isteyebilir.

Murabaha finansman yönteminin konusu; konut, taşıt, gayrimenkul, arsa, ham madde gibi faizsiz finans sistemine uygun şeyler olabilirken, içki ve kumar gibi İslami prensiplere uygun olmayan şeyler ile para ve para vasfı taşıyan varlıklar murabaha finansman yöntemine konu olamaz (Yurttadur ve Yıldız, 2017:12-13).

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında murabaha finansman yöntemini kullanabilir. Hazine kurumlarının ihtiyaç duyduğu mal ve hizmetlerin satın alınabilmesi için faizli borçlanma yerine murabaha finansman yöntemi tercih edilerek reel ekonomi desteklenebilir.

3.1.2.2. Selem

Selem, sözlük anlamıyla “teslim etmek/olmak” anlamına gelirken; terim anlam olarak “peşin bedelle vadeli mal almak” anlamına gelmektedir (Aybakan, 2009:402). Selem finansman yönteminde, ileride teslim edilecek bir malın peşin olarak satın alınması söz konusudur (Sümer, 2020:8). Satıcı alıcıdan elde ettiği fonla alıcının bedelini ödediği malı tedarik etme imkânı bulmakta ve alıcıyla anlaşılan tarihte sözleşmeye konu malı teslim edeceğini taahhüt etmektedir (Tunç, 2010:148).



Selem satışı, normal satışlardan bedelin mutlaka peşin olarak ödenmesi ve malın tür bakımından belirlenmesi yönüyle ayrılmaktadır. AAOIFI standartlarına göre faiz içermemek şartıyla selem bedeli standart misli mal ve kıyemi mal olabilmektedir. Ayrıca, bir malın kullanım hakkı ya da menfaatinin devredilmesi de selem bedeli olarak sayılmaktadır. Örneğin alıcı; evinin, uçağının ya da gemisinin kullanım hakkını satıcıya devrederek mal alımı yapabilir. Kullanım hakkı devredilen malın satıcıya teslimi selem bedelinin peşin olarak ödenmesi anlamına gelmektedir (Tiryaki, 2021:78). Ancak, karz alacakları veya finansal kuruluşların müşterilerden alacakları selem bedeli olamamaktadır (AAOIFI, 2018:274). Selem finansman yöntemi için kurulan sözleşmede ticarete konu olan malın cinsi, teslim yeri ve tarihi gibi hususlara yer verilmelidir (Durmuş, 2011:72). Selem satışına para benzerleri (poliçe, çek vb.), döviz, altın ve gümüş gibi madenler konu olamamaktadır. Selem bedeli; para, altın veya gümüşse, selem malı, para, altın veya gümüş olamamaktadır. Ayrıca, menkul mallar selem sözleşmesine konu olabilirken gayrimenkul mallar (bina, arazi) olamamaktadır (Tiryaki, 2021:77).

Selem finansman yönteminin taşınması gereken bazı şartlar ve özellikler şu şekildedir (Tunç, 2010:150) :

- Seleme konu malın alıcısı, sözleşme anında bedeli peşin olarak ödemeyle söz konusu mal için üçüncü bir tarafla borç ilişkisine girmediğini göstermiş olmaktadır. Borcun borçla karşılanmaması ilkesi bakımından bu hususa önem verilmektedir.
- Seleme konu olan mallar miktar ve cins bakımından tarifi mümkün olan standart mallar olmalıdır. Örneğin, kıymetli taşlar (mücevher vb.) ya da antika ürünler gibi her birisinin ağırlığı, ölçüsü ve değeri farklı olan, değeri sübjektif olarak alıcıdan alıcıya değişebilen mallar selem sözleşmesine konu olamamaktadır.
- Teslimi şüpheli hale gelebilecek ticari mallar selem finansman yönteminde kullanılamamaktadır. Örneğin, belirlenmiş bir hayvan çiftliğinin ürünleri ya da belirlenmiş ağacın ürünleri, tahrip olma riski ve teslimin mutlak olmaması nedeniyle seleme konu olamamaktadır.



- “İşte şu araç” diye kurulan sözleşmedeki gibi belirlenmiş muayyen bir mal seleme konu olamamaktadır. Ayrıca, belirlenmiş bir araziden çıkacak ürünleri şart koşturmak da selem sözleşmesi açısından uygun değildir. Selem satıcısı teslim vadesi geldiğinde kendi ürettiği ya da başka bir yerden tedarik ettiği ürünleri alıcıya teslim edebilir (AAOIFI, 2018:274-275).
- Selem malının tesliminin garanti altına alınması amacıyla rehin, kefalet veya başka türlü teminat alınabilmektedir (a.g.e., 2018:276).
- Selem alıcısının malı satıcıdan teslim almadan satması uygun görülmemektedir (a.g.e., 2018:276).
- Ticari mala ilişkin bütün detaylar, teslim tarihi ve yeri açıkça belirtilmelidir. Bu özelliklere ilave olarak aşağıdaki hususlara selem sözleşmesi açısından önem verilmektedir (Ehsan ve Shahzad, 2015:71-72):
- Selem finansman yönteminde, satıcı ürünü teslim edemezse alıcının bedeli talep etme hakkı vardır. Ancak elde olmayan nedenlerle satıcı teslimi gerçekleştiremezse, teslimi gerçekleştirecek şekilde makul bir süre tanınır. Teslimin gecikmesinden dolayı ilave bir cezai şartın öne sürülmesi uygun değildir (AAOIFI, 2018:277).
- Selem sözleşmesi imzalandıktan sonra satıcı teslim edeceği ürüne ilişkin özellikleri değiştiremez.
- Karşılıklı uzlaşmayla sözleşme değiştirilebilir ya da sözleşmeye tamamen son verilebilir.

Selem finansman yönteminin uygulamasında, finansal kuruluş müşteri adına malı tedarik edecek satıcıya sipariş vermekte ve malın bedelini satıcıya peşin olarak ödemektedir. Finansal kuruluş satıcıdan malı teslim aldığı anda müşteriye malı satmakta ve bu işlemde ortaya çıkan yükümlülüğü müşteri finansal kuruluşa ödemektedir (Tunç, 2010:149).

Ayrıca, selem bir türü olan uygulamada yaygınlıkla kullanılabilen *paralel selem*den bahsetmek uygun olacaktır. *Paralel selem*de finansal kuruluş alıcı sıfatıyla selem yöntemiyle bir ticari mal satın almaktadır. Malın teslim



vadesi geldiğinde finansal kuruluş, piyasada ihtimal dâhilinde oluşabilecek fiyatlara göre malın fiyatının düşmesiyle zarar edebilecektir. Bunu önleyebilmek için finansal kuruluş bir alt sözleşmeyle bu kez satıcı sıfatıyla üçüncü bir tarafla selem sözleşmesi yapmakta ve söz konusun malın bedelini peşin olarak almaktadır. Finansal kuruluş, vade geldiğinde alıcı sıfatıyla teslim alacağı malı satıcı sıfatıyla üçüncü tarafa teslim edecektir. Bu işlem selem yöntemi çerçevesinde, finansal kuruluşun önce satıcı sıfatı daha sonra alıcı sıfatı edinmesi şeklinde de gerçekleştirilebilir (Durmuş, 2011:73-74).

İslam Fıkıh Akademisi'nin selem finansman yöntemine yönelik aldığı kararlar çerçevesinde, bu yöntemin finans kurumları tarafından tarım ve sanayi sektörlerinde özellikle KOBİ niteliğindeki kuruluşların makine vb. ihtiyaçlarının finansmanı için kullanılabileceği ifade edilmektedir (Islamic Fiqh Academy and Islamic Research and Training Institute, 2000:186-187).

Selem finansman yöntemi, tarım sektöründe üretim yapanların fon ihtiyacının karşılanması için uygun bir yöntemdir. Üreticiler satış bedeli peşin almakta ve tarımsal ürünleri hasattan sonra teslim edeceklerini taahhüt etmektedir. Selem yöntemiyle, faiz hassasiyeti olan üreticiler nakit ihtiyaçlarını faizsiz olarak elde etmektedir (Tiryaki, 2021:75-76). Bu sözleşmenin selem alıcısı açısından faydası ise selem yoluyla malları piyasa fiyatından daha ucuza alması olarak ifade edilmektedir (AAOIFI, 2018:283).

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında selem finansman yöntemini kullanabilir. Türkiye örneğinde; Hazine ya kamu bankaları aracılığıyla (Ziraat Bankası, Halk Bankası vb.) ya da Tarım Kredi Kooperatifi, Fiskobirlik ve Toprak Mahsülleri Ofisi aracılığıyla selem finansman yöntemini kullanarak üreticilerin erişimini kolaylaştırabilir.

3.1.2.3. İstisna

İstisna, "imal etmek, üretmek, sanat ve maharet gerektiren bir iş yapmak" gibi anlamlara gelen bir kelimedir (Aktan, 2001:393). İstisna finansman yöntemi sözleşmesine³ göre, alıcının istediği ürünü, satıcı ya kendisi üret-

3 İstisna sözleşmesi literatürde "eser sözleşmesi" olarak da bilinmektedir.



meyi ya da üçüncü bir taraftan tedarik edip alıcıya teslim etmeyi taahhüt etmektedir (Tunç, 2010:150). Sözleşmede üretilecek ürüne ilişkin üzerinde anlaşılan fiyat ve özellikler açıkça belirtilmelidir. Alıcı satıcıya ödemesini; peşin, taksitli, üretimden önce, üretim esnasında ya da ürünün teslimi aşamasında yapabilmektedir (Özel, 2013:8). AAOIFI faizsiz finans standartlarına göre şartların yerine getirilmesi koşuluyla istisna sözleşmesi alıcı ve satıcı için bağlayıcıdır (AAOIFI, 2018:294). Satıcı sözleşmede teslimini taahhüt ettiği ürünü özelliklerine uygun olarak teslim etmezse alıcı söz konusu ürünü kabul edip etmeme hususunda muhayyer kalabilir (a.g.e., 2018:295).

İstisna finansman yöntemi sözleşmesine ilişkin bazı özellikler şu şekildedir (a.g.e., 2018:295-303):

- Akit bağlayıcı olduğu için sözleşme kurulduğu anda hükümlerini doğrulamaktadır.
- Üreticinin üretim sürecinde kusurlardan muaf olmasını talep etmesi uygun görülmemektedir.
- Sözleşmede alıcının satıcıdan ürünü peşin olarak satın alacağı ve ürünü teslim aldıktan sonra yine satıcıya daha fazla bir fiyattan vadeli olarak satacağına ilişkin anlaşma uygun görülmemektedir.
- Alıcı ve satıcı aynı kişi olamaz.
- Sözleşme konusu üretilecek/imal edilecek bir mal olmalıdır. Hâlihazırda belli mevcut mallar ile doğal haliyle bulunan zirai ürünler ve hayvanlar istisna sözleşmesinin konusu olamamaktadır.
- Sözleşme konusu inşaat olması durumunda inşaatın yapılacağı arazi işveren (alıcı) ya da yüklenicinin (üretici, satıcı) mülkiyetinde olabilir. Burada sözleşme konusu inşaat olduğu için arazinin kimin mülkiyetinde olduğu önemli değildir.
- Alıcının talep ettiği ürüne ilişkin özellikler açık bir şekilde belirtilmek şartıyla özel nitelikli, piyasada pek de rastlanmayan bir ürün, üreticinin de imal etmeyi kabul etmesiyle, sözleşmeye konu olabilmektedir.



- Üretici imal edeceği ürünü sözleşmede anlaşılan vadede teslimle yükümlüdür.
- Ürün teslim edildikten sonra üretici alıcıya belli bir süreyle ürün için bakım/onarım garantisi verebilir.
- Sözleşme konusu ürün bedeli nakit, aynı bir mal ya da kullanım hakkı olabilir. Kullanım hakkı başka bir mala konu olabileceği gibi üretilecek mala ilişkin de olabilir. Üretilecek malın kullanım hakkının sözleşme konusu ürünün bedeli karşılığında verilmesi “Yap-İşlet- Devret” modeline benzemektedir. İmtiyazlı sözleşmeler olarak bilinen ve devletin projeden yararlanma hakkını belli bir süreliğine devrettiği bu modelde istisna finansman yöntemi de uygulanabilir.
- İstisna sözleşmesi kapsamında üretici alıcıdan kapora alabilmektedir. Sözleşme uygun şartlarda tamamlanırsa üretici ürün bedelinden kaporaı düşerek bedeli mahsup etmektedir. Ancak sözleşme tamamlanmadan feshedilirse kapora üreticinin hakkıdır.
- Üreticinin işverenden (alıcı) işin yerine getirilmesi açısından teminat alması uygundur.
- Üretim sürecinde işlerin denetlenmesi amacıyla denetleyici üçüncü bir taraf konusunda üretici ve alıcı arasında anlaşma yapılabilir. Denetime ilişkin masrafları kimin karşılayacağı açıkça belirtilmelidir.
- Üretici ürünü alıcıya ya da alıcının tayin ettiği üçüncü kişiye teslim etmesi durumunda alıcıya karşı yükümlülüğü sona erer.

İstisna finansman yönteminin bir türü olarak literatürde yer alan *paralel istisna* ise; finansal kuruluşun (satıcı) müşteriyle (alıcı) yaptığı birinci istisna sözleşmesine ilave olarak ikinci bir istisna sözleşmesi yapmasıyla gerçekleşmektedir. İkinci istisna sözleşmesinde finansal kuruluş (alıcı) ürünü tedarik edeceği bir üreticiyle (satıcı) sözleşme yapmaktadır. Finansal kuruluş ürünü ikinci bir istisna sözleşmesiyle temin etmektedir. Paralel istisnada nihai olarak finansal kuruluş üreticiden temin ettiği ürünü müşteriye satmaktadır (Tunç, 2010:151). AAOIFI faizsiz finans standartlarına göre birinci



ve ikinci istisna sözleşmesinin birbirinden bağımsız olması gerekmektedir (AAOIFI, 2018:303).

Hız Peygamber'in (s.a.v.) ileri bir vadede teslim almak üzere yüzük ve minber imal ettirmesi istisna sözleşmesinin meşruiyetine dayanak olarak gösterilmektedir (a.g.e., 2018:308). İstisna sözleşmesi günümüzde daha çok inşaat yapımı ve gemi imalatı gibi projelerde kullanılmaktadır (Yanpar, 2015:98).

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında büyük ölçekli altyapı projelerinin finansmanını faizli borçlanma yerine istisna finansman yöntemini kullanarak karşılayabilir. Nitekim dünyadaki örneklerine baktığımızda, Malezya tarafından 2005 yılında yapılan Elektrik Enerjisi Projesi ve 2006 yılında yapılan Penang Köprü Projesi'nin finansmanı için istisna finansman yöntemi kullanılmıştır (Sümer, 2018:78-79).

3.1.3. Kira Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemi

3.1.3.1. İcare

İcare, kelime kökü itibarıyla "ücret, ecir, bir işin karşılığında elde edilen şey" gibi bir anlama gelirken literatürde ve uygulamada yaygın olarak "kiralama" fiilinin yerine kullanılmaktadır. İcare sözleşmesi (akdi) ise menfaatin ve emeğin bir bedel (ücret) karşılığında belirli sürelerle temlik ve tahsisini içeren kira ve hizmet (iş) sözleşmeleridir. İcare sözleşmesinde kiranın konusu gayrimenkul ve menkul mal olabilmektedir. İcare sözleşmesinde sözleşmenin taraflarından birisinin menfaate konu olacak şeyi teslim etme, diğerrinin ise bedeli (ücreti) ödeme yükümlülüğü (borcu) olduğu için bu sözleşme taraflar açısından bağlayıcı bir sözleşmedir (Bardakoğlu, 2000:380). İcare sözleşmesinin esas olarak konusu yararlanmaktır. Konut, taşıt ve makine-teçhizat gibi varlıklar sözleşmeye konu olabileceği gibi, minibüs hattı gibi haklar da sözleşmeye konu olabilmektedir (Aktepe, 2017:111).

İcare sözleşmesinin geçerli olarak kurulabilmesi için aşağıda yer alan özellikleri taşıması gerekmektedir (Usmani, 1998:111-113):

- İcare sözleşmesine konu olan varlık kullanımı yararlı/faydalı olan bir varlık olmalıdır. Kullanımı herhangi bir yarar/fayda sağlamayan varlıklar icare sözleşmesine konu olamaz.



- İcare sözleşmesine konu olan varlığın mülkiyeti kiraya verene aittir.
- Mülkiyetten kaynaklanan yükümlülükler kiraya verene aitken, kullanımdan kaynaklanan yükümlülükler kiralayana aittir.
- İcare sözleşmesinin geçerli olduğu süre ve kira bedeli açıkça belirtilmelidir.
- Kiralayan tarafından kötü kullanım ve ihmalden kaynaklı meydana gelebilecek zararlar kiralayanın yükümlülüğündedir. Kiralayanın kusuru olmaksızın meydana gelen zararlar kiraya veren tarafından karşılanmalıdır.
- İcare sözleşmesinde kullanımıyla tükenen varlıklara yer verilemez. Örneğin; ekmek, su, sebze ve meyve kiraya konu olamaz (Aktepe, 2017:111).
- İcare sözleşmesi kurulduktan sonra sözleşme süresince kiraya veren kira bedelini tek taraflı olarak artıramaz.
- Meyhane işletilmesi, tefecilikte kullanılması ve kumar oynatılması gibi İslami prensiplere göre yasak olan hususlar için kiralama yapılamaz (a.g.e., 2017:111).

İcare sözleşmeleri^{ss}, faaliyet kiralaması^{ss} ve finansal kiralama olmak üzere iki şekilde kurulabilmektedir. Faaliyet kiralamasında belirli bir süre ve bedel karşılığında sözleşme konusu malın sadece kullanım hakkı devredilmektedir (Durmuş, 2011:64). Malın mülkiyeti malı kiralayanda bulunduğu için sözleşme süresi sonunda mal kiralayana geçmektedir (Tunç, 2010:147). Örneğin, Türkiye’de kamu kurumları tarafından makam araçlarının kiralanması faaliyet kiralamasıdır (Yanpar, 2015:96). Finansal kiralamada ise sözleşmede yer verilmek şartıyla kira süresinin sonunda kiracı malı satın alarak malın mülkiyetine sahip olma hakkı elde edebilmektedir.^{ss}

Finansal kiralamada finansal kuruluş, alacak haklarını garanti edebilmek için kiralanan mala ilişkin mülkiyet hakkını vade sonuna kadar kendisinde tutmakta ve taksitlerin kiracı tarafından ödenmemesi koşulunda kiralanan mala el koyma hakkına sahip olmaktadır (Durmuş, 2011:64).

4 Klasik kiralama ya da operasyonel kiralama şeklinde de kullanılabilir (Akyüz, 2018:53 ve Tunç, 2010:147).

5 Leasing olarak da bilinmektedir (Yanpar, 2015:97)

6 28496 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Kanunu



Finansal kiralama işleminin İslam Fıkıh Akademisi'nin aldığı kararlara göre aşağıda yer alan özellikleri taşıması gerekmektedir (Islamic Fiqh Academy and Islamic Research and Training Institute, 2000: 253-254):

- Kiralama sözleşmesi ile satış sözleşmesi ayrı ayrı düzenlenmeli ve satış sözleşmesi daha sonra gerçekleşmelidir ya da kiralama sözleşmesine ilave olarak malın mülkiyetinin vade sonunda kiracıya geçeceğine ilişkin bir vaad söz konusu olmalıdır.
- Kiralama işlemi ve kiracı gerçek olmalı, satış sözleşmesini gizlemek için yapılmamalıdır.
- Kiracının kusuru olmaksızın mala ilişkin meydana gelecek zararlar ve bakım masrafları kiralayan tarafından karşılanmalıdır.
- Kira sözleşmesinde kiraya konu malın sigortalatılması hususu da varsa, söz konusu mal ticari sigortalar tarafından değil, İslami prensiplere uygun olarak yardımlaşma prensibine göre çalışan sigortalar tarafından sigortalatılmalıdır. Sigorta bedeli kiralayan mülk sahibi tarafından karşılanmalıdır.

Finansal kiralama sanayi işletmelerinin makine ve teçhizat alımında ihtiyaç duyduğu finansman yöntemlerindedir. Özellikle farklı türde üretim yapan işletmeler çok sayıda makineye ihtiyaç duymaktadır. Her bir makinenin maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle tek seferde makinelerin maliyetini karşılamak mümkün olamamaktadır. Bu gerekçeyle, işletmeler finansal kiralama aracılığıyla uzun vadeli yatırım yaparak ihtiyaç duydukları makineleri elde etmektedir (Yurttadur ve Yıldız, 2017:14).

Finansal kiralama uygulamada leasing adıyla daha çok kullanılmaktadır. Leasing yönteminde yatırımcı, leasing şirketi ve mal tedarikçisi olmak üzere üç taraf vardır. Yatırımcı ihtiyaç duyduğu mal için leasing şirketiyle finansal kiralama sözleşmesi yapar. Leasing şirketi malı tedarikçiden satın alıp yatırımcıya teslim eder. Yatırımcı finansal kiralama sözleşmesinde belirtilen şekilde ödemelerini gerçekleştirir. Ödemeler bitince vade sonunda mal cüzi bir bedelle yatırımcıya satılır. Bu arada, finansal kiralama sözleşmesi sü-



resince yatırımcı malın kullanım hakkından yararlanır ve mülkiyet leasing şirketindedir. Vade sonundaki satış işlemiyle malın mülkiyeti yatırımcıya geçer. Finansal kiralama, “adi kira” ve “taksitli satım” sözleşmelerinden farklı olarak yeni bir akit olarak tanımlanmaktadır (Aktepe, 2017:112).

Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında icare finansman yöntemini kullanabilir. Hazine kurumları gayrimenkul ve menkul mal ihtiyaçlarını icare finansman yöntemi çerçevesinde karşılayabilir. Ayrıca, hazineye ait taşınmazlar kiralanarak kira geliri elde edilebilir ve gelirler arttırılıp borçlanma ihtiyacı azaltılabilir.

3.1.4. Vekâlet Sözleşmesine Dayalı Finansman Yöntemi

3.1.4.1. Vekâle

Arapça “vekl: وکل” kökünden türeyen vekâle, herhangi bir kimsenin başka bir kimseye kendisi adına hukuki olarak işlem yapma yetkisi vermesini ifade etmektedir. Yetkiyi verene müvekkil, müvekkil adına işlem yapana ise vekil denir (Aybakan, 2013:1). Vekâle, İslam iktisadında fon toplama yöntemi olarak kullanılan araçlardandır (Öztürk, 2019:54). Türkiye’de daha çok “yatırım vekâleti” adı altında vekâle finansman yöntemi kullanılmaktadır.

Taraflar arasında vekâle ile kurulan sözleşme günümüzde yaygın olarak acentelik sözleşmesi olarak ifade edilmektedir (IFSB, 2013:102). Sermayeye sahip gerçek ya da tüzel kişi müvekkil, vekil olarak herhangi bir acenteyi tayin etmekte ve sermayesini vekil (acente) aracılığıyla yatırıma dönüştürmektedir. Acente, sermayeyi işletmek üzere vekil sıfatıyla sermaye sahibi müvekkilden acentelik ücreti almaktadır (Sümer, 2020:12). İslam iktisadı prensipleri gereği, vekâle finansman yönteminde acente yatırımcıya herhangi bir anapara ve getiri garantisi veremez.

Vekâle sözleşmesi taraflar için bağlayıcı olmayan akitlerden olduğu için müvekkil ya da vekil istedikleri zaman vekâle sözleşmesinden rücu edebilirler (AAOIFI, 2018:600).

İslam hukukuna göre vekâle sözleşmesinin taşınması gereken bazı hususlar vardır (Öztürk, 2019:58):



- Müvekkilin vekâle sözleşmesine konu işi kendisinin de yapabilme ehliyetinin olması gerekmektedir. Mümeyyiz olmayan çocuk ya da akli melekesi çalışmayan kimsenin vekil görevlendirmesi uygun görülmemektedir.
- Vekilin akli melekесinin yerinde olması ve mümeyyiz olması gerekmektedir.
- Vekâle sözleşmesine konu olan iş açık bir biçimde belirtilmeli ve meşrû nitelikte olmalıdır.

Vekâle sözleşmesinde vekil müvekkil tarafından kendisine tevdi edilen görevin dışında tasarrufta bulunmamalıdır. Müvekkil işin türünü, bedelini vb. açıkça belirtmişse ve belirli şartlar ortaya koymuşsa vekil bu hususlara uymakla yükümlüdür. Günümüz uygulamalarında genelde vekil ücret karşılığı çalışmada ücretsiz olarak da teberruken vekillik yapabilmektedir. Ayrıca vekil, sözleşmede kendisine verilen işi yerine getirirken ağır bir kusuru ya da kasdı olmamak şartıyla herhangi bir zarar meydana gelmesi durumunda bundan sorumlu değildir. Müvekkil özel bir konu için (örneğin, Mercedes marka arabasının satılması) vekile yetki verebileceği gibi genel nitelikli olarak birden fazla konu içeren hususlarda da tasarruf edebilmesi için vekile yetki verebilir. Vekâle sözleşmesine konu olan işin/malın ortadan kalkması, vekilin vefat etmesi ve akli melekесini kaybederek fiil ehliyetini yitirmesi, müvekkilin vekili ve vekilin kendisini görevden azletmesi gibi durumlarda vekillik son bulmaktadır (Öztürk, 2019:59-62).

Vekâle İslami finans enstrümanı olarak özellikle hazine bölümlerinde likit varlıkların işletilmesi şeklinde de kullanılmaktadır. Vekâle yöntemiyle yatırımcı kısa ve uzun vadeli olarak yatırım yapabilmektedir. Vekâle; bankalararası işlemlerde, sendikasyon işlemlerinde, yatırım fonlarında ve varlık yönetimi işlemlerinde kullanılabilen bir finansman yöntemidir (a.g.e., 2019:60). Türkiye’de fonlarını katılım bankalarında vekâle finansman yöntemi aracılığıyla değerlendirmek isteyen yatırımcılar (müvekkil) katılım bankalarını vekil olarak tayin etmektedir. İslam iktisadı prensipleri gereği, katılım bankaları vekil sıfatıyla yatırımcıya herhangi bir kâr ya da sermaye garantisi sağlayamaz.



Devlet hazineleri günümüzde borç yönetimi kapsamında toplanan ya da atıl duran fonları vekâle finansman yöntemi çerçevesinde acenteler aracılığıyla değerlendirebilir. Acenteler hazine kurumları adına fonlardan faizsiz bir şekilde yatırım portföyü oluşturup gelir elde edebilir. Hazine kurumları yatırım portföyünden gelir elde ederek borçlanma ihtiyacını azaltabilir.

3.1.5. Menkulleştirmeye Dayalı Finansman Yöntemi

3.1.5.1. Sukuk

Sukuk, Arapça “sertifika” anlamına gelen “Sakk: صدق” kelimesinin çoğuludur. Günümüzde yaygınlıkla kullanılan “çek” kelimesi de köken olarak “Sakk” kelimesinden gelmektedir. İmam Malik’e (ö.795) ait “El-Muvatta” adlı eserde sukukun Emeviler tarafından ücret ödemelerinin bir bölümüne karşılık olarak kullanılmak üzere askerler ve memurlara verildiğinden bahsedilmektedir. Sukuk, Orta Çağ’da ticaret yapan Müslümanlar tarafından da ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren belgeler olarak kullanılmıştır. İslam tarihinin ilk dönemlerinde İslam toplumunda sukuk alınıp satılan, takas edilebilen bir finansal yöntem olarak işlev görmüştür (Bacha ve Mirakhor, 2014:297). Günümüzde ise sukuk, devlet hazineleri ve özel sektörün fon ihtiyacını karşılamak amacıyla ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler olarak işlev görmektedir. Başka bir deyişle, menkulleştirmeye (securitization) konu olan sertifikalardır (Sümer, 2015:3-4).

Sukuk temel olarak yatırımcı (investor), özel amaçlı şirket (SPV) ve kaynak kuruluş (obligor) olmak üzere 3 tarafın yer aldığı bir yapıyla ihraç edilmektedir. Sukuk türlerine özgü olarak ihraçlarda kiralama, alım-satım, kâr-zarar ortaklığı vb. gibi sözleşmeler gerçekleştirilmektedir. Yatırımcıların periyodik olarak elde ettiği getiri mezkûr sözleşmelerle ilgili olarak dayanak varlıktan sağlanmaktadır. Bu bazen kira geliri bazen de kâr payı olabilmektedir. Yatırımcılar ellerinde bulundurdukları sertifika payı değerince ilgili varlık üzerinde mülkiyet hakkına sahiptir. İhraçların İslami prensiplere uygunluğu konusunda danışma kurullarınca icazet verilmektedir. Sukuk borsada işlem (alınım-satım) görebilmekte ve sukuk ihraçlarına kredi derecelendirme kuruluşlarınca kredi notu verilmektedir. Sukukun dünya genelinde sıklıkla kullanılan birçok türü vardır. Kira sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilenler



için **icare sukuk**, ortaklık sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilenler için **mudarabe ve muşareke sukuk**, vekâlet sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilenler için vekâle sukuk, satış sözleşmesine dayalı ihraç edilenler için **murabaha, selem ve istisna sukuk** türleri kullanılmaktadır (Sümer, 2020:25-30). Hazine borç yönetiminde sukuk türleri hazinelerin çeşitli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılabilir. Bu husus ilerde Türk Hazinesi özelinde yapılacak önerilerle somutlaştırılacaktır.

3.2. ÇEŞİTLİ İSLAM ÜLKELERİNDE KAMU TARAFINDAN KULLANILAN FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bu kısımda, dünyada İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerini **kamu düzeyinde** kullanan ülkelerden iyi uygulama örnekleri paylaşılacaktır. Bu kapsamda; Malezya, Bangladeş, Sudan, Bahreyn ve Maldivler incelenecektir. Bu inceleme aracılığıyla ülkelerin kamu düzeyinde hangi mekanizmalarla faizsiz finansman yöntemlerini kullandıkları anlaşılmaya çalışılacaktır. Ayrıca bu kısımdaki bilgiler, Türk Hazinesi'nin borç yönetiminde kullanması için önereceğimiz İslam iktisadıyla uyumlu finansman yöntemleri için bir temel oluşturacaktır.

3.2.1. Malezya

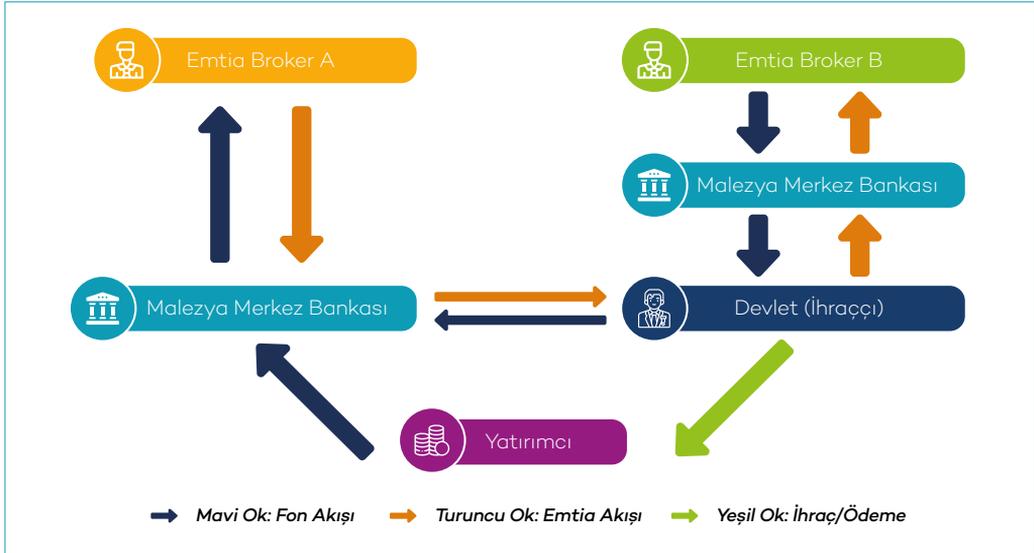
3.2.1.1. Kamu Yatırım Sertifikaları

Kamu yatırım sertifikaları, Malezya tarafından yurt içi piyasadan fon elde etmek ve kalkınmanın finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilen sertifikalardır. Söz konusu ihraçlar, İslami prensiplerle uyumlu olarak gerçekleştirilmekte ve devlet için alternatif bir borçlanma aracı olarak kullanılmaktadır. Kamu yatırım sertifikaları, 1983 yılında yayımlanan "Kamu Finansman Kanunu" ile uyumlu olarak ihraç edilmektedir. 2013 yılından itibaren ihraç edilen sertifikalar murabaha finansman yöntemi temelinde gerçekleştirilmektedir. İhraçlara konu olan varlık ise genelde palmiye ağacından üretilen ham palm yağı olmaktadır. Kamu yatırım sertifikaları, hükümetin ihraçlarda mali ajanı olan Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) tarafından açık artırma yoluyla satılmaktadır. Birincil ihraçtaki tüm teklifler Merkez Bankası tarafından görevlendirilen Birincil Satıcılar (Principal Dealers)



ağı tarafından girilmektedir. Yapılan ihraçlara genellikle; tasarruf fonları, finansal kurumlar, sigortacılık şirketleri ve varlık yönetim şirketleri yatırım yapmaktadır. Söz konusu ihraçlardan sermaye kazancı vergisi, stopaj ve damga vergisi alınmamaktadır. (Bank Negara Malaysia, 2022:2-4). Kamu yatırım sertifikalarının ihracına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.1'de gösterilmektedir.

Şekil 3.1. Malezya Kamu Yatırım Sertifikalarının İhracı



Kaynak: Bank Negara Malaysia, "Government Investment Issue", **FAQ**, 2022, p.7.

1. Yatırımcı Merkez Bankası'nı emtia alması için acente olarak görevlendirmektedir.
2. Merkez Bankası acente olarak yatırımcı adına Emtia Broker A'dan emtia (palm yağı) satın almaktadır.
3. Merkez Bankası acente olarak yatırımcı adına emtianın üzerine bir kâr koyarak devlete satmaktadır. Satıştan elde edilen kâr devlet tarafından dönemsel taksitler halinde (örneğin, 6 ayda) ödenmektedir. Dönemsel kâr ödemeleri "Kamu Yatırım Sertifikası" kupon ödemelerini göstermektedir.



4. Devlet, borçluluğunu göstermek için “Kamu Yatırım Sertifikası” ihraç etmektedir. Sertifikalara ilişkin kâr dönemsel olarak ödenirken, vade dolduğunda anapara ve dönemsel son kâr ödemesi yapılarak itfa gerçekleştirilmektedir.
5. Devlet, Merkez Bankası’nı emtiayı satmak ve gerekli finansmanı sağlamak üzere acentesi olarak görevlendirmektedir.
6. Merkez Bankası acente olarak emtiayı devlet adına devlete maliyet fiyattan satmakta ve gerekli finansmanı devlete sağlamaktadır.

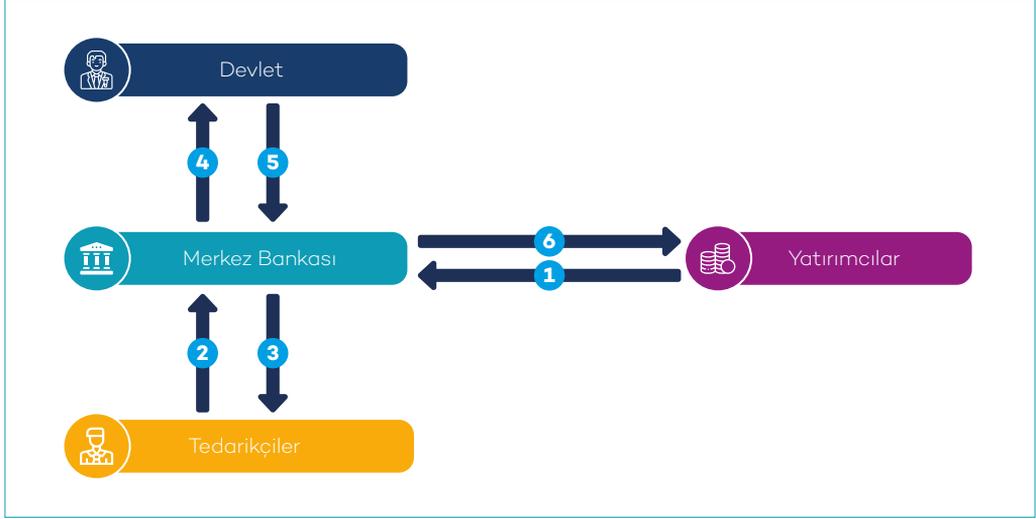
3.2.2. Bangladeş

3.2.2.1. Kamu İslami Hazine Senedi

Bangladeş Merkez Bankası (Bangladesh Bank) hükümet adına murabaha finansmanı temelinde ve açık artırma yoluyla “Kamu İslami Hazine Senedi” ihraç edebilmektedir. Senet ihraçları; hükümetin iç tedarikini, denizaşırı ülkelerden ithalatını ve Ortadoğu ülkelerinden petrol ithalatını finanse etmek için kullanılmaktadır. Bu senetlerin vadesi 1 aydan 1 yıla kadar çeşitlilik göstermektedir. Başarılı teklif sahibi yatırımcılar Merkez Bankası’nı emtia satın almak üzere acente olarak görevlendirebilmektedir. Merkez Bankası yatırımcılar adına emtia satın alabilmekte ve satın aldığı emtiayı üzerine kâr koyarak devlete satmaktadır. Devlet kâr ödemelerini dönemsel olarak gerçekleştirmektedir. “Kamu İslami Hazine Senedi”, İslami prensiplerle uyumlu kısa vadeli bir enstrümandır. Senet ihraçlarına İslami bankalar, konvansiyonel bankalar ve diğer finansal kuruluşlar katılabilmektedir (Bangladesh Bank, 2019:46). “Kamu İslami Hazine Senedi” ihracına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.2’de gösterilmektedir.



Şekil 3.2. Bangladeş Kamu İslami Hazine Senedi İhracı



Kaynak: Bangladesh Bank, “Liquidity Management Instruments for the Islamic Banks in Bangladesh”, **Study Report**, 2019, p.47.

1. Yatırımcılar Merkez Bankası'nı acente olarak emtia satın alması için görevlendirmekte ve fon aktarmaktadır.
2. Merkez Bankası emtiayı satın almak için fonu tedarikçiye aktarmaktadır.
3. Tedarikçi Merkez Bankası'na malı satmaktadır.
4. Merkez Bankası yatırımcılar adına emtiayı üzerine kâr koyarak devlete satmaktadır.
5. Devlet taksitli bir şekilde kâr payını ve vade sonunda anaparasıyı ödemektedir.
6. Merkez Bankası devletten dönemsel olarak elde ettiği kâr payını ve vade sonunda anaparasıyı yatırımcılara aktarmaktadır.

3.2.3. Sudan

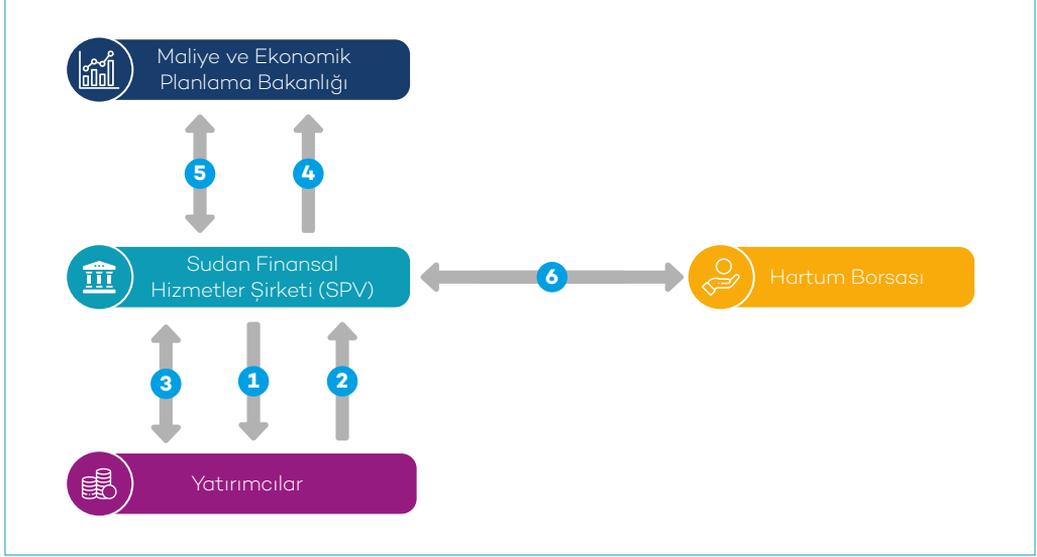
3.2.3.1. Kamu Muşareke Sertifikaları

Sudan Hükümeti 1998 yılından itibaren muşareke finansman yöntemi temelinde sertifika ihraçları gerçekleştirmektedir. “Shahama” olarak da bilinen muşareke sertifikaları bütçe açığının finansmanı ve likidite yönetimi



amacıyla 1 yıl vadeyle 3 ayda bir ihraç edilmektedir. Sertifika ödemeleri ya banka ya da onaylı çek aracılığıyla gerçekleştirilmektedir (Yesuf, 2017:36). Sudan kamu müşareke sertifikaları ihracına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.3'te gösterilmektedir.

Şekil 3.3 Sudan Kamu Müşareke Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yesuf, A.J., "Islamic Economics and Finance in Sudan: An Overview", **İKAM**, Report No4, 2017, p.36.

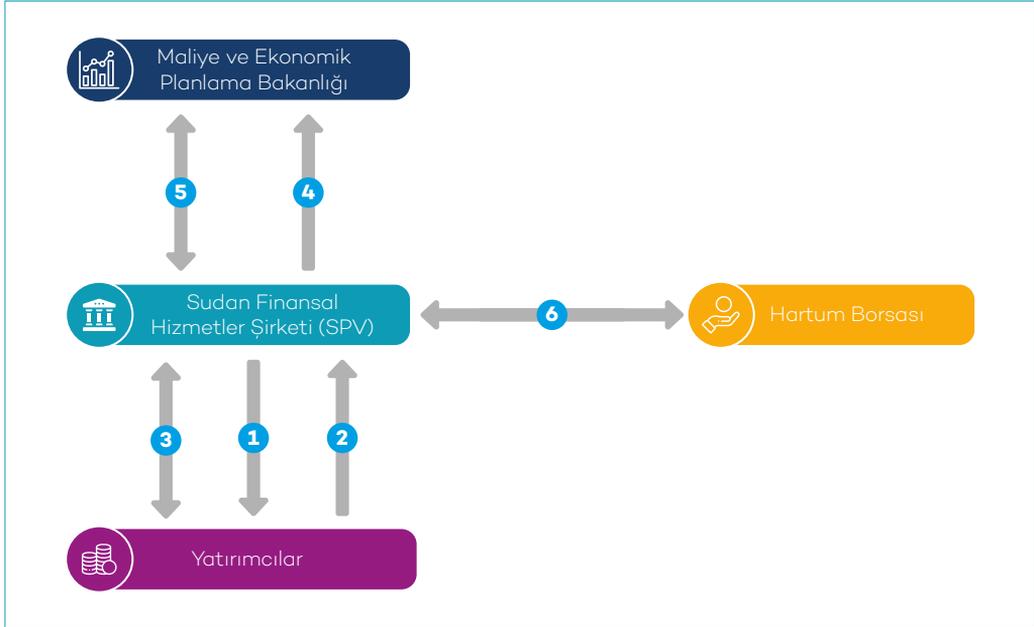
1. Sudan Finansal Hizmetler Şirketi (SPV) müşareke sertifika ihracını gerçekleştirmektedir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlamaktadır.
3. SPV ve yatırımcılar arasında müşareke anlaşması imzalanmaktadır. SPV devlet adına dönemsel ödemeler, sertifikaların itfası ve müşareke ortaklığıyla ilgili alım-satımı da içerecek şekilde tüm süreçlerden sorumludur.
4. Yatırımcılardan elde edilen fon devlete aktarılmaktadır.
5. Devlet ile SPV arasında yatırımcılardan elde edilen fonların yönetimi konusunda anlaşma yapılmaktadır. Anlaşmayla, SPV devlet adına yatırımcılardan elde edilen fonun yönetilmesinden sorumlu olmaktadır.
6. SPV ile Hartoum borsası sertifikaların ticareti için anlaşma yapmaktadır.



3.2.3.2. Kamu Yatırım Sertifikaları

Sudan Hükümeti 2003'te kalkınma projelerini finanse edebilmek amacıyla mudarabe finansman yöntemi temelinde yatırım sertifikası ihracına başlamıştır. Yatırım sertifikaları, Sudan'da yaklaşık 1 milyon Sudan poundu değerinde kalkınma projelerinin finansmanına katkı sağlamıştır. Örneğin, tıbbi bakım projelerinde (kalp ameliyatı, böbrek nakli, tomografi için gelişmiş tıbbi ekipman ithalatı) söz konusu yatırım sertifikalarından elde edilen finansman kullanılmıştır. Bu ekipmanların ithalatının finanse edilmesiyle ülke içinde tedavi masrafları azalmıştır. Ayrıca; hostellerin inşasının finansmanı, rehabilitasyon projelerinin finansmanı ve altyapı projelerinin finansmanı ile üniversitelerin laboratuvar gereçlerinin ithalatının finansmanı için yatırım sertifikaları ihraç edilmiştir (COMCECb, 2017:94-95). Sudan kamu yatırım sertifikaları ihracına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.4'te gösterilmektedir.

Şekil 3.4. Sudan Kamu Yatırım Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yesuf, A.J., "Islamic Economics and Finance in Sudan: An Overview", İKAM, Report No.4, 2017, p.36.



- 1- Sudan Finansal Hizmetler Şirketi (SPV) mudarabe sertifika ihracını gerçekleştirmektedir.
- 2- Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlamaktadır.
- 3- SPV ve yatırımcılar arasında mudarabe anlaşması imzalanmaktadır. SPV devlet adına dönemsel ödemeler, sertifikaların itfası ve mudarabe ortaklığında mudarib (girişimci) sıfatıyla ilgili tüm süreçlerden sorumludur.
- 4- Yatırımcılardan elde edilen fon devlete aktarılmaktadır.
- 5- Devlet ile SPV arasında fonların yönetimi konusunda anlaşma yapılmaktadır. Anlaşmayla SPV, devlet adına yatırımcılardan elde edilen fonun yönetilmesinden sorumlu olmaktadır. Elde edilen fonlar SPV tarafından icare, murabaha ve istisna finansman yöntemleri kullanılarak değerlendirilebilmektedir. Fonlar hastane ve okul yapımı gibi devletin proje finansman ihtiyacında kullanılmaktadır.
- 6- SPV ile Hartum borsası sertifikaların ticareti için anlaşma yapılmaktadır.

3.2.4. Bahreyn

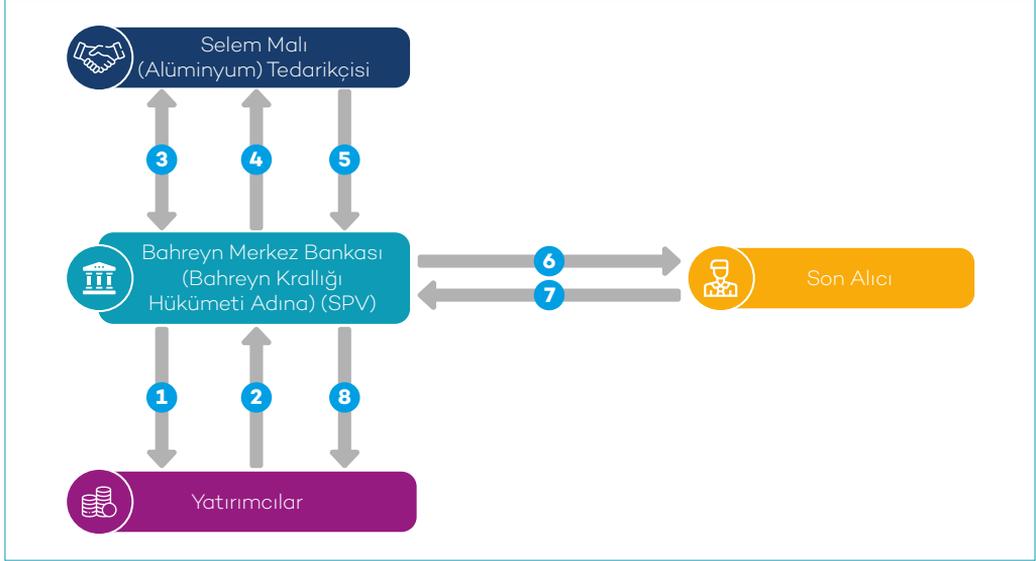
3.2.4.1. Kamu Selem Sertifikaları

Bahreyn Hükümeti Krallığı tarafından kamu harcamalarının ve kısa dönemli kalkınma projelerinin finansmanı için 3 aylık vadelerle selem sertifikaları ihraç edilmektedir (Al-Mekhlafi, 2018:115). Bahreyn Krallığı Hükümeti selem sertifikaları ihracına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.5'te gösterilmektedir.





Şekil 3.5. Bahreyn Kamu Selem Sertifikaları İhracı



Kaynak: Al-Mekhlafi, M.A.H., "Sovereign Islamic Sukuk As a Public Debt Management Instrument: A Case Study of Bahrain", **International Journal of Management and Applied Science**, Vol4, No7, 2018, p.115.

1. Bahreyn Merkez Bankası hükümet adına selem sertifikası ihracını gerçekleştirmektedir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlamaktadır.
3. Bahreyn Merkez Bankası ile selem malı (alüminyum) tedarikçisi aralarında selem sözleşmesi yapmaktadır. Bu alım-satımı içeren sözleşmeyle tedarikçi ileri bir tarihte selem malını (alüminyum) Bahreyn Merkez Bankası'na teslim edeceğini taahhüt etmekte, Bahreyn Merkez Bankası ise malın bedelini peşin ödeme yükümlülüğü altına girmektedir.
4. Bahreyn Merkez Bankası malın bedelini tedarikçiye peşin ödemektedir.
5. Tedarikçi malı teslim etmektedir.
6. Bahreyn Merkez Bankası malın üzerine kâr koyarak "Son Alıcı" ya satmaktadır.
7. "Son Alıcı" malın bedelini ödemektedir.
8. "Son Alıcı" dan elde edilen fonlar yatırımcılara sahip oldukları sertifika payları oranında dağıtılmaktadır.

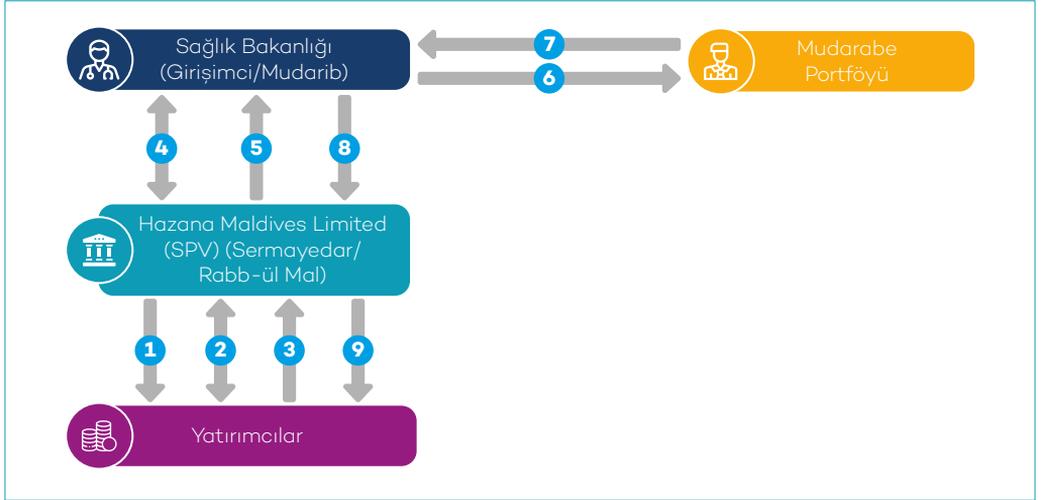


3.2.5. Maldivler

3.2.5.1. Kamu Mudarabe Sertifikaları

Muneeza vd. (2019) çalışmasında Maldivler Hükümeti'nin sağlık sektöründeki finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla önerdikleri mudarabe sertifikalarına ilişkin işleyiş mekanizması şekil 3.6'da gösterilmektedir.

Şekil 3.6. Maldivler Kamu Mudarabe Sertifikaları İhracı



Kaynak: Muneeza vd., "Developing Regional Healthcare Facilities in Maldives through Mudarabah Perpetual Sukuk", **International Journal of Management and Applied Research**, Vol.6, No.2, 2019, p.90.

1. Hazana Maldives Limited mudarabe sertifikası ihracını gerçekleştirmektedir.
2. Yatırımcılar ile Hazana Maldives Limited arasında "Güven Beyanı (Declaration of Trust)" anlaşması imzalanmaktadır. Bu anlaşmayla Hazana Maldives Limited "Trustee" sıfatıyla yatırımcılara sertifika payları oranında dönemsel ödemeleri ve vade sonunda anapara ödemesini gerçekleştireceğini ve sertifikalar ile ilgili diğer hakları yatırımcılara sağlayacağını beyan etmektedir.
3. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlamaktadır.



4. *Hazana Maldives Limited ile Sağlık Bakanlığı arasında mudarabe ortaklığı anlaşması imzalanmaktadır. Bu anlaşmada Sağlık Bakanlığı girişimci/mudarib ortak ve Hazana Maldives Limited sermayedar/rabb-ül mal ortaktır. Bu anlaşmayla Sağlık Bakanlığı kamu hastaneleri ve sağlık tesisleri aracılığıyla İslami prensiplere uygun olarak gerçekleştireceği ticari faaliyetlerle mudarabe fonlarını kullanacaktır.*
5. *Hazana Maldives yatırımcılardan elde ettiği fonu Sağlık Bakanlığı'na aktarmaktadır.*
6. *Sağlık Bakanlığı mudarabe portföyünü oluşturmaktadır.*
7. *Portföyden elde edilen kârlar dönemsel olarak ve portföyün tasfiyesinden sonra portföyün bedeli Sağlık Bakanlığı'na aktarılmaktadır.*
8. *Sağlık Bakanlığı portföyden elde edilen kârı dönemsel olarak ve dönem sonunda portföyün tasfiyesinden elde edilen bedeli Hazana Maldives Limited şirketine aktarmaktadır.*
9. *Hazana Maldives Limited yatırımcılara sertifika payları oranında elde edilen kârı dönemsel olarak ve dönem sonunda ise portföyün tasfiyesinden elde edilen bedeli aktarmaktadır.*

3.3. TÜRK HAZİNESİ İÇİN İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMİ ÖNERİLERİ

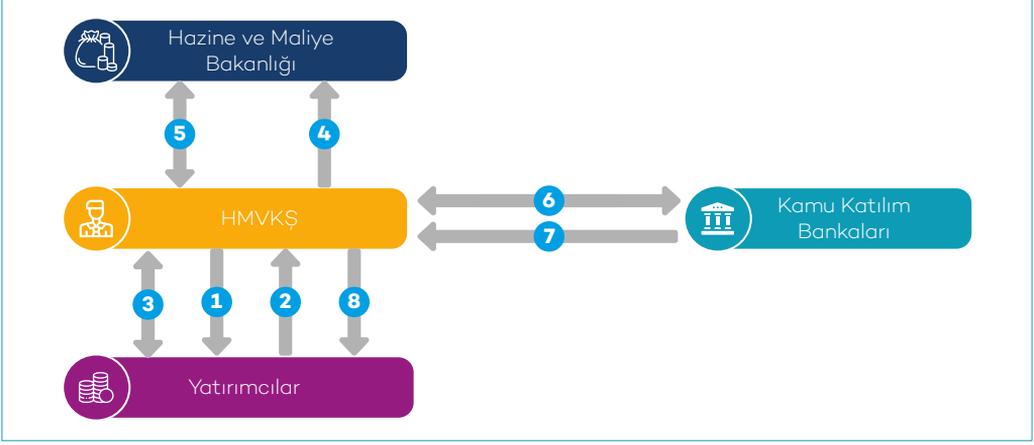
Bu kısımda, İslam iktisadı teorisinde yer alan faizsiz finansman yöntemleri ve dünyadaki uygulama örnekleri göz önüne alınıp Türk Hazinesi borç yönetiminde kullanılabilecek İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemleri önerilecektir.

3.3.1. Mudarabe Sertifikaları

Türk Hazinesi borç yönetiminde kalkınma projelerinin finansmanı için Sudan örneğinde olduğu üzere mudarabe finansman yöntemi temelinde mudarabe sertifikaları ihraç edilebilir. Mudarabe sertifikaları ihracı Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi ile uyumlu olarak gerçekleştirilebilir. Mudarabe sertifikaları işleyiş mekanizması şekil 3.7'de gösterilmektedir.



Şekil 3.7. Türk Hazinesi Mudarabe Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

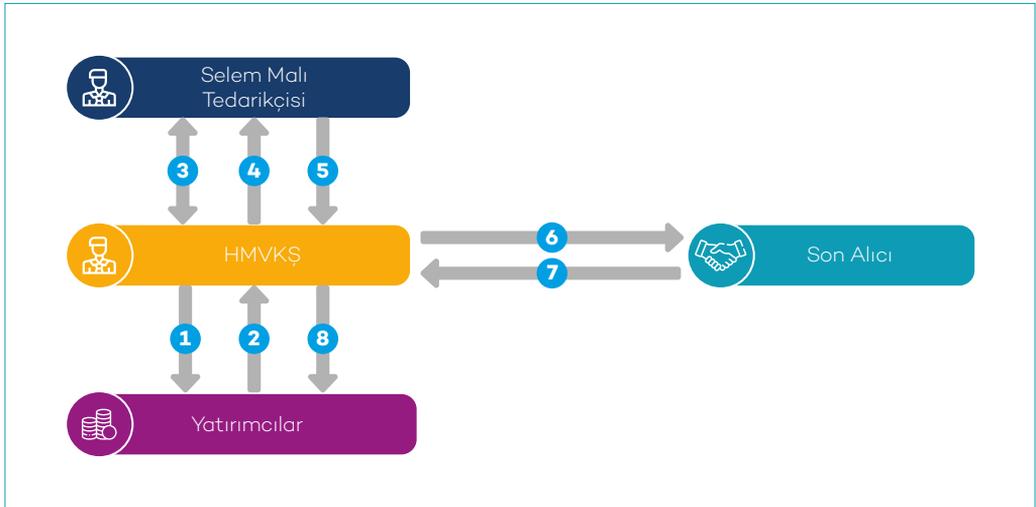
1. HMVKŞ mudarabe sertifikası ihracını gerçekleştirecektir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlayacaktır.
3. HMVKŞ ve yatırımcılar arasında mudarabe anlaşması imzalanacaktır. HMVKŞ devlet adına dönemsel ödemeler, sertifikaların itfası ve mudarabe ortaklığında mudarib (girişimci) sıfatıyla ilgili tüm süreçlerden sorumlu olacaktır. Mudarabe anlaşmasıyla yatırımcılar ile HMVKŞ arasında sertifika yatırımdan elde edilecek kâr paylaşım oranı belirlenecek ve zarar olması durumunda, HMVKŞ'nin kasıtlı bir kusuru olmaksızın, koyulan sermaye miktarıyla sınırlı olmak üzere yatırımcılar katlanacaktır.
4. Yatırımcılardan elde edilen fon devlete aktarılacaktır.
5. Devlet ile HMVKŞ arasında fonların yönetimi konusunda anlaşma yapılacaktır. Anlaşmayla HMVKŞ, devlet adına yatırımcılardan elde edilen fonun yönetilmesinden sorumlu olacaktır.
6. HMVKŞ ve Kamu Katılım Bankaları (örneğin; Ziraat Katılım, Vakıf Katılım ve Emlak Katılım) arasında vekâlet anlaşması imzalanarak HMVKŞ adına mudarabe fonlarını Kamu Katılım Bankaları işletecek ve fonlar İslami prensiplere uygun reel ekonomik faaliyetlere dayanan ticari işlemlerde değerlendirilecektir. Kamu Katılım Bankaları yapacağı vekâlet nedeniyle anlaşmada belirlenecek oranda komisyon ücreti alacaktır.
7. Fonların işletilmesinden elde edilecek kâr dönemsel olarak ve dönem sonunda ise fonların tasfiyesinden elde edilecek bedel HMVKŞ'ye aktarılacaktır.
8. HMVKŞ yatırımcılara elde edilecek kârı dönemsel olarak ve dönem sonunda ise fonların tasfiyesinden elde edilecek bedeli yatırımcıların sertifika payları oranında aktaracaktır.



3.3.2. Selem Sertifikaları

Türk Hazinesi borç yönetiminde kısa vadeli finansman ihtiyaçlarının karşılanması ve üreticilerin desteklenmesi için Bahreyn örneğinde olduğu üzere selem finansman yöntemi temelinde selem sertifikaları ihraç edilebilir. Selem sertifikaları ihracı Hazine ve Maliye Bakanlığının 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi ile uyumlu olarak gerçekleştirilebilir. Selem sertifikaları işleyiş mekanizması Şekil 3.8'de gösterilmektedir.

Şekil 3.8. Türk Hazinesi Selem Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

1. HMVKŞ selem sertifikası ihracını gerçekleştirecektir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlayacaktır.
3. HMVKŞ ile selem malı tedarikçisi aralarında selem sözleşmesi yapacaktır. Bu alım-satımı içeren sözleşmeyle tedarikçi ileri bir tarihte selem malını (örneğin; alüminyum, demir, hububat vb.) HMVKŞ'ye teslim edeceğini taahhüt edecek, HMVKŞ ise malın bedelini peşin ödeme yükümlülüğü altına girecektir.
4. HMVKŞ malın bedelini tedarikçiye peşin ödeyecektir.
5. Tedarikçi malı teslim edecektir.

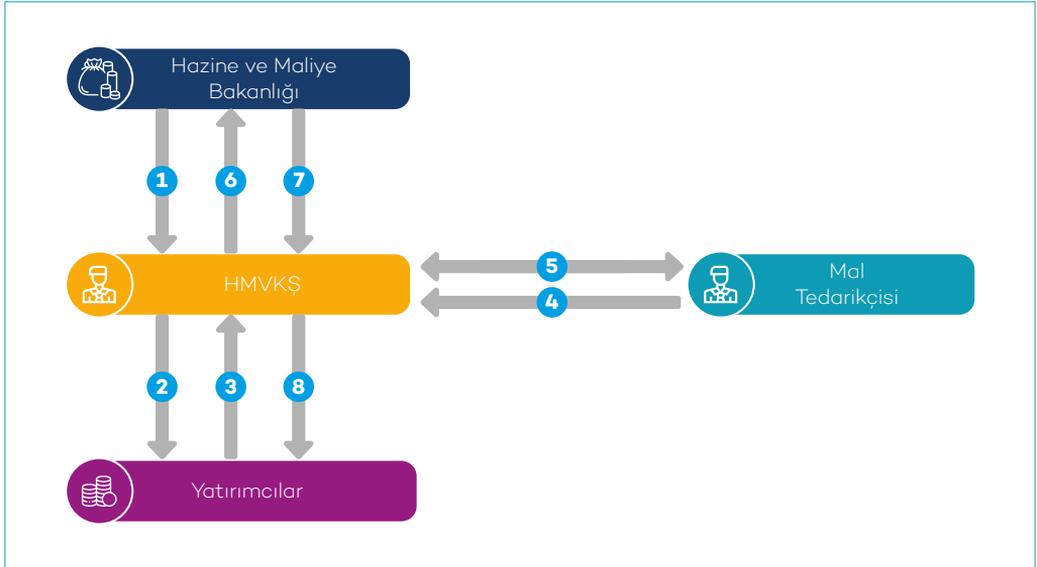


6. HMKVŞ malın üzerine kâr koyarak “Son Alıcı” ya satacaktır.
7. “Son Alıcı” malın bedelini ödeyecektir.
8. “Son Alıcı” dan elde edilen fonlar yatırımcılara sahip oldukları sertifika payları oranında dağıtılacaktır.

3.3.3. Murabaha Sertifikaları

Türk Hazinesi borç yönetiminde mal ve hizmet ihtiyacının finansmanı için Malezya ve Bangladeş örneğinde olduğu üzere murabaha finansman yöntemi temelinde murabaha sertifikaları ihraç edilebilir. Murabaha sertifikaları ihracı Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi ile uyumlu olarak gerçekleştirilebilir. Murabaha sertifikaları işleyiş mekanizması şekil 3.9'da yer almaktadır.

Şekil 3.9. Türk Hazinesi Murabaha Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.



1. Hazine ve Maliye Bakanlığı HMKVŞ'ye ihtiyaç duyduğu ticari malın finansmanı için başvuracaktır.
2. HMKVŞ ticari malın finansmanı için sertifika ihracı gerçekleştirecektir.
3. Yatırımcılar sertifika karşılığında HMKVŞ'ye fon sağlayacaktır.
4. HMKVŞ, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihtiyaç duyduğu ticari malı tedarikçiden satın alacaktır.
5. HMKVŞ ticari malın bedelini peşin olarak ödeyecektir.
6. HMKVŞ ticari malı üzerine kâr koyarak Hazine ve Maliye Bakanlığı'na taksitli olarak satacaktır.
7. Hazine ve Maliye Bakanlığı taksitli olarak ödemeleri gerçekleştirecektir.
8. HMKVŞ dönemsel olarak elde ettiği geliri sertifika payları oranında yatırımcılara aktaracaktır.

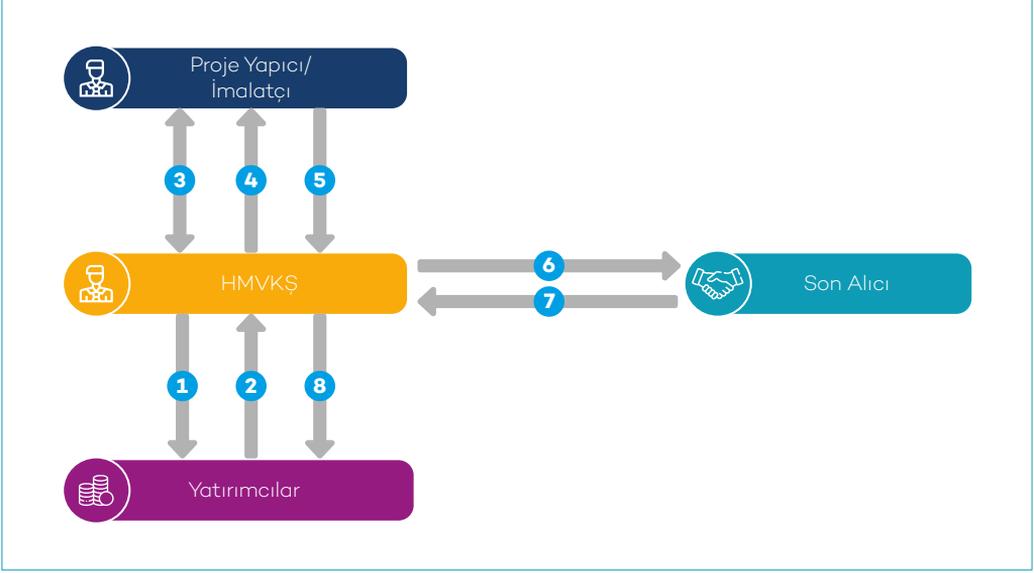
3.3.4. İstisna Sertifikaları

Türk Hazinesi borç yönetiminde altyapı projelerinin finansman ihtiyaçlarının karşılanması için istisna finansman yöntemi temelinde istisna sertifikaları ihraç edilebilir. Örneğin; Malezya tarafından 2005 yılında yapılan Elektrik Enerjisi Projesi ve 2006 yılında yapılan Penang Köprü Projesi istisna sukuk türünde ihraçla finanse edilmiştir (Sümer, 2018:78-79). İstisna sertifikaları ihracı Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi ile uyumlu olarak gerçekleştirilebilir. İstisna sertifikalarının işleyiş mekanizması şekil 3.10'da gösterilmektedir.





Şekil 3.10. Türk Hazinesi İstisna Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

1. HMVKŞ istisna sertifikası ihracını gerçekleştirecektir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlayacaktır.
3. HMVKŞ ile Proje Yapıcı/İmalatçı aralarında istisna sözleşmesi yapacaktır. Bu sözleşmeyle, Proje Yapıcı/İmalatçı ileri bir tarihte imal ve inşaa ile ilgili varlığı/projeyi teslim edeceğini taahhüt edecek, HMVKŞ taahhüt edilen varlık/proje karşılığında finansman yükümlülüğü altına girecektir.
4. HMVKŞ söz konusu varlık/proje için yatırımcılardan elde edilen fonları Proje Yapıcı/İmalatçıya aktaracaktır.
5. Proje Yapıcı/İmalatçı sözleşmede belirtilen vadede varlık/proje teslim sorumluluğunu yerine getirecektir. Bu aşamada varlık/proje mülkiyeti de HMVKŞ'ye geçecektir.
6. HMVKŞ teslim aldığı varlık/projenin üzerine kâr koyarak ya kendisi ya da acente aracılığıyla "Son Alıcı" ya satacaktır.
7. "Son Alıcı" malın bedelini ödeyecektir.
8. "Son Alıcı" dan elde edilen fonlar yatırımcılara sahip oldukları sertifika payları oranında dağıtılacaktır.



3.3.5. Muşareke Sertifikaları

Türk Hazinesi borç yönetiminde kalkınma projelerinin finansmanı için Su-
dan örneğinde olduğu üzere muşareke finansman yöntemi temelinde mu-
şareke sertifikaları ihraç edilebilir. Muşareke sertifikaları ihracı Hazine ve
Maliye Bakanlığı'nın 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Dü-
zenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi ile uyumlu olarak gerçekleştiril-
ebilir. Muşareke sertifikaları işleyiş mekanizması şekil 3.11'de gösteril-
mektedir.

Şekil 3.11. Türk Hazinesi Muşareke Sertifikaları İhracı



Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

1. HMKVŞ muşareke sertifikası ihracını gerçekleştirecektir.
2. Yatırımcılar sertifika karşılığında fon sağlayacaktır. Elde edilen fon HMKVŞ tarafından muşareke ortaklığında kullanılacaktır.
3. HMKVŞ ile Hazine ve Maliye Bakanlığı arasında muşareke sözleşmesi yapı-
lacak ve sermaye ortaklığı tesis edilecektir. Muşareke sözleşmesiyle taraf-
lar arasında kâr paylaşım oranı belirlenecek ve zarar olması durumunda ta-
raflar koyulan sermaye miktarıyla sınırlı olmak üzere zarara katlanacaktır.
4. Muşareke ortaklığından elde edilecek kârlar sözleşmede belirlenen oranda
taraf-
lara dağıtılacaktır.
5. HMKVŞ muşareke ortaklığından elde edilen kârı yatırımcılara sertifika pay-
ları oranında aktaracaktır.
6. Muşareke ortaklığının süresi sonunda ortaklık tasfiye edilerek elde edilen
gelir taraf-
lara dağıtılacaktır.
7. HMKVŞ tasfiyeden elde edilen geliri yatırımcılara sertifika payları oranında
aktaracaktır.



3.4. İSLAM İKTİSADIYLA UYUMLU FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİNİN FAİZLİ BORÇLANMAYA GÖRE AVANTAJLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Asl ve Rashi (2021) tarafından Ortadoğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesine yönelik yapılan çalışmada ekonomik şoklara karşı sukukun riskten korunmada tahvilden daha etkin olduğu tespit edilmiştir.

İlhan (2021) çalışmasında Sharpe, Bilgi ve Sortino performans ölçümlerini kullanmış ve kira sertifikalarının konvansiyonel tahvillere göre döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı daha korunaklı olduğunu tespit etmiştir.

Karabulut ve Saraç (2021) çalışmasında İslami finans yöntemiyle yapılacak menkulleştirmelerde faizli borçlanma kağıtlarının aksine menkulleştirmenin reel bir varlığa dayanması sebebiyle risklerin transferinde daha adil/sorumlu hareket edildiği ve türev varlıkların kısıtlı kullanıldığı vurgulanmaktadır.

Kartini ve Milawati (2020) çalışmasında sukuk ve tahvilin ekonomik büyümeye olan etkisini 2011-2019 dönemi için Endonezya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde sukukun ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, tahvilin ise olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Mitsaliyandito ve Arundina (2018) çalışmasında sukuk ve tahvilin ekonomik büyümeye etkisini 2009-2016 dönemi için Endonezya'ya yönelik çeyrek yıllık veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon, Granger Nedensellik Testi, Varyans Ayrıştırması ve Dürtü Yanıtı Fonksiyonu uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sadece devlet tarafından ihraç edilen ve reel ekonomik bir varlığa/faaliyete dayanan sukukun ekonomik büyümeye pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Baita ve Mustafa (2018) çalışmasında sukukun faizli finansman araçlarına göre bütçe açığı, altyapı giderleri ve kalkınmanın finansmanı için daha etkin bir finansal yöntem olduğu vurgulanmıştır.

Suriani vd. (2018) çalışmasında sukuk ve tahvil piyasasının makroekonomik belirleyicilerini 2010-2017 dönemi için Endonezya'ya yönelik veri seti



kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışmada, sukuk piyasasının tahvil piyasasına göre daha istikrarlı olduğu vurgulanmıştır.

Naifar vd. (2017)'ye göre İslami sertifikalar konvansiyonel faizli tahvillere göre reel bir varlığa dayanması sebebiyle ekonomik belirsizliklere/istikrarsızlıklara karşı daha dayanıklıdır.

Amaliah ve Aspiranti (2017)'ye göre geleneksel faizli borçlanma bütçe açığına karşı geçici çözümler üretirken eş zamanlı olarak; kamu harcamalarının artmasına, enflasyonun yükselmesine, faiz yükünün şimdiki ve gelecek kuşaklar üzerine aktarılmasına neden olmaktadır. Sukuk ihracıyla bütçe açığının azaltılmasının yanı sıra ekonomik büyüme artmakta, yeni istihdam olanakları oluşturulmakta ve yoksulluk azaltılmaktadır. Ayrıca sukuk, istikrarlı bir ekonomiyi desteklemektedir. Bu nedenle, bütçe açığının finansmanı için İslami finansman araçları/sertifikaları tercih edilmelidir.

Büyükakın ve Bilal (2016) çalışmasında İslami finans araçlarının reel ekonomiye doğrudan temas etmesi nedeniyle istihdama olumlu katkı sağlandığı, konvansiyonel faizli finans araçlarıyla elde edilen finansmanın hangi oranda tüketime ya da yatırıma kullanıldığı belli olmadığı ifade edilmektedir. Ayrıca, çalışmada finansal krizlere karşı İslami finans araçlarının konvansiyonel faizli finans araçlarına göre daha dayanıklı olduğu vurgulanmıştır.

Geleneksel finansal sistemde faizli borç senetlerinin sürekli alım-satımıyla esas borcun kat kat fazlasını üreten, ekonomide karşılığı olmayan ve gerçek bir varlığa dayanmayan bir yapı oluşmakta ve bu durum ekonomik kriz ortamının oluşmasına neden olabilmektedir. İslami finans sisteminde ise ihraç edilen sertifikalar ya reel bir ekonomik faaliyete ya da gerçek bir dayanak varlığa konu olmaktadır. Bu nedenle, reel ekonomi ile finansal sistemin birbirini uyum içinde desteklemesi ve muhtemel kriz ortamlarına önlem açısından İslami iktisadıyla uyumlu faizsiz finans yöntemlerinin yaygınlaştırılması ülke ekonomilerinin yararına olacaktır.

Bunun yanında, hazineler tarafından faizli borçlanmayla elde edilen gelir memur maaşları gibi cari harcamalar ya da önceki borçların ödenmesi gibi



üretken olmayan harcamalara gitmektedir (Dura, 2013). Bir başka deyişle, borçlanma genel olarak bütçe açığının finansmanı ve kamu tüketim harcamaları nedeniyle gerçekleştirilmektedir (Demir ve Sever, 2008:193). Oysa, İslam iktisadiyla uyumlu finansman yöntemlerinden mudarabe ve müşareke sertifikaları yoluyla elde edilecek finansman doğrudan yatırım ve istihdam ortamını teşvik ederek ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır.

Devletler faizli borçlanmaya büyük ölçekli altyapı projelerinin fon ihtiyacını karşılamak için de gidebilmektedir. Dünyadaki örneklerine baktığımızda İslam iktisadiyla uyumlu istisna sertifikaları uzun vadeli projelerin finansmanı için ihraç edilebilmektedir. Malezya tarafından 2005 yılında yapılan Elektrik Enerjisi Projesi ve 2006 yılında yapılan Penang Köprü Projesi istisna sukuk türünde ihraçla finanse edilmiştir (Sümer, 2018:78-79). Bu bağlamda, faizli borçlanmanın faiz yükünden kurtulmak için borç yönetimi kapsamında çalışmada önerilen istisna sertifikaları altyapı projelerinin finansmanında kullanılabilir.

Devlet hazineleri borç yönetimi kapsamında çeşitli gelirlerinin bir kısmını kısa ve uzun vadedeki gider ve ödeme planını göz önünde tutarak mudarabe ve müşareke yöntemi gibi İslami iktisadiyla uyumlu finansman yöntemlerinde değerlendirerek ticari bir iş ya da projeyle reel ekonomiyi destekleyebilir ve ortaklıktan kâr elde edilmesi durumunda gelirleri artacağı için borçlanma ihtiyacını azaltabilir. Devlet hazineleri borç yönetiminde, mal ve hizmet ihtiyacının giderilmesi için finansman yöntemi olarak murabaha sertifikalarını tercih edebilir. Ayrıca, kısa vadeli finansman ihtiyaçları ve üreticilerin desteklenmesi için selem sertifikaları kullanılabilir. Hazine borç yönetimi kapsamında, toplanan ya da atıl duran fonlar vekâle finansman yöntemi çerçevesinde acenteler aracılığıyla değerlendirilebilir. Acenteler hazine kurumları adına fonlardan faizsiz bir şekilde yatırım portföyü oluşturup gelir elde edebilir. Hazine kurumları yatırım portföyünden gelir elde ederek borçlanma ihtiyacını azaltabilir. Hazine borç yönetiminde, İslam iktisadiyla uyumlu finansman yöntemlerinin çeşitlendirilmesi ve kullanılmasıyla yatırımcı tabanı genişletilebilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HAZINE BORÇ FAİZ ÖDEMELERİNİN MAKRO İKTİSADİ DEĞİŞKENLERE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

4.1. ÇALIŞMANIN KAPSAMI, AMACI VE YÖNTEMİ	131
4.1.1. Gelir Dağılımı-Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi	132
4.1.1.1. Arka Plan Bilgisi	132
4.1.1.2. Literatür Taraması	134
4.1.1.3. Veri Seti ve Yöntem	140
4.1.2. Cari Açık-Dış Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi	155
4.1.2.1. Arka Plan Bilgisi	155
4.1.2.2. Literatür Taraması	157
4.1.2.3. Veri Seti ve Yöntem	162
4.1.3. Ekonomik Büyüme-İç Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi	173
4.1.3.1. Arka Plan Bilgisi	173
4.1.3.2. Literatür Taraması	175
4.1.3.3. Veri Seti ve Yöntem	180
4.2. MODEL 1,2,3 SONUÇLARINA İLİŞKİN GENEL DEĞERLENDİRME	190



HAZİNE BORÇ FAİZ ÖDEMELERİNİN MAKRO İKTİSADİ DEĞİŞKENLERE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

4.1. ÇALIŞMANIN KAPSAMI, AMACI VE YÖNTEMİ

Devlet hazineleri tarafından gerçekleştirilen borçlanma, ekonomide yer alan birçok makro iktisadi değişkeni gerek finansmanın elde edilmesi gerekse de borcun anapara ve faizinin ödenmesi aşamasında etkilemektedir. Literatürdeki çalışmalarda borçlanma ile ilişkisi incelenen makro iktisadi değişkenler göz önüne alındığında borçlanma ile gelir dağılımı, dış borçlanma ile cari açık, iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler farklı regresyon modelleri ve çeşitli ekonometrik yöntemlerle sıklıkla tahmin edilmiş ve birbirinden çok farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada literatürle benzer olarak borçlanma ile ilişkisi sıklıkla incelenen; gelir dağılımı, cari açık ve ekonomik büyüme çalışma kapsamında kullanılacak makro iktisadi değişkenlerdir. Çalışmanın odağında, literatürün genelinden farklı olarak, borç faiz ödemelerinin makro iktisadi değişkenleri nasıl etkilediği sorusu yer alacak ve bu soruya kurulacak regresyon modelleri ile kullanılacak ekonometrik yöntem aracılığıyla cevap aranacaktır.

Bu ekonometrik çalışmanın amacı, borç faiz ödemelerinin makro iktisadi değişkenlere teorik olarak ifade edilen negatif etkisini Türkiye örnekleminde ampirik olarak ortaya koymaktır. Negatif etkilerin teorik olarak detayları için bu çalışmada yer alan “2.3.2.1.3. İç Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi” ve “2.3.2.2.3. Dış Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi” alt başlıklarına bakılabilir. Çalışmada seçilen makro iktisadi değişkenler bu alt başlıklarda vurgulanan hususlar ve literatürde yapılan



çalışmalar göz önüne alınarak seçilmiştir. Bu çalışmayla, devlet hazinele-
rinde gerçekleştirilen faizli borçlanmanın faiz yükü nedeniyle makroekono-
miye verdiği zararların ampirik ortaya koyulması hedeflenmekte ve İslam
iktisadıyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesinin ülke
ekonomisine daha yararlı olacağı önerilmektedir. Bu arada, faizsiz finans-
manın faizli borçlanmaya göre avantajları konusunda bir önceki bölümde
“3.4. İslam İktisadıyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemlerinin Faizli Borç-
lanmaya Göre Avantajlarının Değerlendirilmesi” alt başlığına bakılabilir.

Çalışmada kurulacak modellerde değişkenler arasındaki uzun dönem eş-
bütünleşme (cointegration) ilişkileri 2001 yılında Pesaran, Shin ve Smith
tarafından geliştirilen ARDL Sınır Testi ile tahmin edilecektir. Çalışmada
kullanılacak zaman serisi verileri yıllık olup, dönem olarak 1989-2019 dö-
nemi ele alınacaktır. Değişkenlere ilişkin zaman serisi verileri; Hazine ve
Maliye Bakanlığı (HMB), Dünya Bankası ve TÜİK olmak üzere çeşitli kay-
naklardan elde edilmiştir. Her bir modelin açıklamasında değişkenlere iliş-
kin zaman serisi verilerinin hangi kaynaklardan elde edildiği detaylıca an-
latılmıştır.

4.1.1. Gelir Dağılımı-Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi

4.1.1.1. Arka Plan Bilgisi

Gelir dağılımı, bir ülke ekonomisinde üretilen milli gelirin bireyler arasında
ya da üretim faktörleri arasındaki dağılımını ifade etmektedir (Eğilmez,
2010:212). Gelir dağılımını; işsizlik, kamu harcamaları, vergiler, nüfus artış
hızı, kişi başına düşen milli gelir, enflasyon oranı, ticari açıklık ve ekonomik
büyüme gibi birçok iktisadi değişken etkilemektedir (Emek, 2020:49). Sos-
yal bir devlet milli gelirin toplumdaki farklı gelir düzeyleri arasında adil da-
ğılmasını iktisadi refah, huzur ve barış ortamının tesisi için gerekli görmek-
tedir (Şahin, 2000:449). Gelir dağılımındaki eşitsizliğin artması ve gelirin
ülke vatandaşları arasında adil dağılmaması devletler için önemli bir ikti-
sadi problem olarak değerlendirilmektedir (Sümer, 2021:44).

Bilindiği üzere, devlet tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini elinde
bulunduran yatırımcı türü genelde üst gelir düzeyinden oluşmaktadır. Gelir
seviyesi görece daha düşük olan kesimin mezkûr senetlere yatırım oranı-



nın az olması nedeniyle, Hazine'nin borçlanması yoluyla gelir dağılımı, üst gelir grubu lehine alt gelir grubu aleyhine bozulabilmektedir. Borçlanma sonucunda ödenen borç faizlerinin üst gelir düzeyindeki yatırımcı grubuna gitmesi ve borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemeleri finansmanın dolaylı vergilerle daha çok düşük gelir düzeyindeki vatandaşlardan karşılanması da gelir dağılımı eşitsizliğini artırmaktadır. Ayrıca, borçlanmadan kaynaklanan faiz yükü nedeniyle eğitim, sağlık ve sosyal güvenlik harcamaları için kullanılacak ve gelir dağılımına olumlu etki edebilecek vergiler borç faiz ödemelerine gitmektedir (Özyıldız, 2020:106).

Gelir dağılımında eşitsizliği ölçmek için pozitif ve normatif ölçütler bulunmaktadır. Pozitif ölçütler bireylerin gelirleri arasındaki farka ya da bireylerin ortalama gelirden farklarına odaklanırken, normatif ölçütler ise toplumsal refahın olması gereken standartlarda olup olmamasına göre değerlendirme yapmaktadır. Pozitif ölçütler; gini katsayısı, yüzdeler gruplar katsayısı, logaritmik sapmaların ortalaması, değişkenlik katsayısı, Kuznets katsayısı ve Theil endeksi şeklindedir. Normatif ölçütler ise Dolton ölçütü ve Atkinson endeksidir (Akin ve Aytun, 2018:55).

Çalışma kapsamında literatürde sıklıkla kullanılan gini katsayısı, gelir dağılımında eşitsizliği ölçmek için kullanılacaktır. Gini katsayısı, ülke ekonomisinde üretilen milli gelirin farklı gelir düzeyleri arasında eşit dağılıp dağılmadığına ilişkin bir katsayıdır. Katsayı 0 ile 1 arasında değerler almaktadır. Katsayı değeri 0'a yaklaştıkça üretilen gelir farklı gelir düzeyleri arasında daha adil dağılırken, 1'e yaklaştıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır. Bu oran OECD ülkelerinde ortalama olarak 0,30 civarında seyrederken, Türkiye'de 0,40 civarında seyretmektedir (Sümer, 2021:45).

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de toplam borç faiz ödemeleri ile gelir dağılımı arasındaki ilişki 1989-2019 dönemi veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin edilecektir. Bu bölüm; literatür taraması, veri seti ve yöntem ile tahmin sonuçlarından oluşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünün; yıllar itibarıyla seçilen dönem, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, regresyon modelinde yer alacak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler ve tahmin edilecek ilişki sebebiyle literatüre katkı sunacağı düşünülmektedir.



4.1.1.2. Literatür Taraması

Ulusal ve uluslararası literatüre baktığımızda, borç faiz ödemeleri ile gelir dağılımı arasındaki ilişki nadiren olsa çeşitli ekonometrik yöntemlerle tahmin edilmiş ancak ağırlıklı olarak borçlanma ve gelir dağılımı arasındaki ilişki üzerine çalışmalar yapılmıştır.

Obiero ve Topuz (2021) çalışmasında kamu borcu ve iç borç ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1970-2018 dönemi için Kenya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcu ve iç borcun uzun dönemde gelir dağılımı eşitsizliğini artırdığı bulgulanmıştır.

Topuz (2021) çalışmasında bütçe açığı ve kamu iç borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1987-2018 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon (VAR) modeli uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda bütçe açığı ve kamu iç borçlarından gelir dağılımı eşitsizliğine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, kamu iç borç stokundaki artışın gelir dağılımı eşitsizliğini arttırdığı sonucuna varılmıştır.

Sayed (2020) çalışmasında kamu iç borcunun gelir dağılımı eşitsizliğine etkisini 1990-2015 dönemi için Lübnan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu iç borcu arttıkça gelir dağılımında eşitsizliğin arttığı tespit edilmiştir.

Tung (2020) çalışmasında kamu borcunun gelir dağılımı eşitsizliğine etkisini 1980-2018 dönemi için Asya-Pasifik Bölgesi'nde yer alan 17 ülkeye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcunun gelir dağılımı eşitsizliğini negatif etkilediği bulgulanmıştır.

Ewubare ve Morris (2020) çalışmasında dış kredilerin gelir dağılımı eşitsizliğini azaltmadaki rolünü 1980-2017 dönemi için Nijerya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli ve Granger Nedensellik Testi uygulayarak tah-



min etmiştir. Çalışma sonucunda uluslararası kuruluşlardan (Afrika Kalkınma Bankası ve Dünya Bankası) borçlanmanın gelir dağılımı eşitsizliğini azalttığı bulgulanmıştır.

Karlin (2018) çalışmasında kamu borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1980-2015 dönemi için OECD ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Hausman Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu iç borcu arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artarken, kamu dış borcu arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği azalmakta olduğu tespit edilmiştir.

Ertekin (2018) çalışmasında kamu borçları ile gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi 2004-2015 dönemi için seçilmiş 17 OECD ülkesine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Toda-Yamamoto Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borçları ile gelir dağılımı arasında çift yönlü nedensellik bulgulanmıştır.

Teyyare ve Sayaner (2018) çalışmasında kamu borçlanması ile gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi 1990-2016 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borçlanmasındaki artışın gelir dağılımını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Aksman (2017) çalışmasında yoksulluk ve gelir dağılımı eşitsizliğinin kamu borcuna etkisini 1995-2015 dönemi için Avrupa Birliği ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda yoksulluk ve gelir dağılımı eşitsizliği ile kamu borcu arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

Sugözü vd. (2017) çalışmasında iç borç faiz ödemeleri ile gini katsayı arasındaki ilişkiyi 2002-2015 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Topsis Model yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borç faiz ödemelerinin azalması durumunda gini katsayısının da azaldığı yani gelir dağılımının daha adil dağıldığı bulgusuna ulaşılmıştır.



Kalaycı ve Öztürk (2017) çalışmasında dış borçlanma, eğitim harcamaları, enflasyon ve işsizlik ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1980-2013 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda gelir dağılımı eşitsizliği ile dış borçlanma, eğitim harcamaları, enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Sanyal ve Ehlen (2017) çalışmasında kamu borcu ve gelir dağılımı eşitsizliği ile kişi başına düşen gayri safi yurt içi hâsıla arasındaki ilişkiyi 1987-2011 dönemi için ABD Eyaletlerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Bayesyen Parametrik Olmayan Analiz uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kişi başına düşen gayri safi yurt içi hâsıla ile kamu borcu ve gelir dağılımı eşitsizliği arasında zıt yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Farid (2017) çalışmasında dış borç ile yoksulluğun azaltılması, gelir dağılımı eşitsizliği ve ticari açıklık arasındaki ilişkiyi 1973-2013 dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde dış borç ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Akram ve Hamid (2016) çalışmasında kamu iç ve dış borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1975-2010 dönemi için Bangladeş, Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu iç borcunun gini katsayısıyla negatif ilişkili olduğu bulgusu elde edilmiştir. Ayrıca, kamu dış borcu ve dış borç servisi ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Gachuci (2015) çalışmasında kamu borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1980-2010 dönemi için 34 farklı ülkeye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında pozitif ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.



Salti (2015) çalışmasında kamu iç borçlanması ile gelir dağılımı arasındaki ilişkiyi 1990-2007 dönemi için farklı gelir grubundaki ülkelere yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu iç borçlanmasının gelir dağılımını olumsuz etkilediği bulgulanmıştır.

Arawatari ve Ono (2015) çalışmasında gelir dağılımı eşitsizliği ile kamu borcu arasındaki ilişkiyi 1980-2010 dönemi için OECD ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda gelir dağılımı eşitsizliğinin düşük olduğu ülkelerde kamu borcu stokunun az olduğu ve sıkı maliye politikası uygulandığı, gelir dağılımı eşitsizliğinin yüksek olduğu ülkelerde kamu borcu stokunun fazla olduğu ve esnek maliye politikası uygulandığı tespit edilmiştir.

Akram (2013) çalışmasında dış borç ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1975-2008 dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda dış borç ile dış borç servisi (anapara+faiz) arttıkça gelir dağılımı eşitsizliğinin arttığı bulgulanmıştır.

Larch (2012) çalışmasında kamu mali performansı ile gelir dağılımı eşitsizliği arasındaki ilişkiyi 1960-2008 dönemi için 30 OECD ülkesine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda gelir dağılımında eşitsizlik arttıkça kamu mali performansında baskının artacağı bulgusuna ulaşılmıştır.

Bedir ve Karabulut (2011) çalışmasında iç borçtaki pozitif değişimin gelir dağılımı eşitsizliğini arttırdığı tespit edilmiştir.

Bayraktar (2009) çalışmasında kamunun piyasadan yüksek faiz oranlarından borçlanması nedeniyle nihai olarak gelir dağılımında eşitsizliğin arttığı tespit edilmiştir.

Bakkal ve Gürdal (2007) çalışmasında iç borçlanmanın artmasıyla gelir dağılımı eşitsizliğinin arttığı sonucuna varılmıştır.



You ve Dutt (1996) çalışmasında Post-Keynesyen Model uygulayarak kamu borcundaki artışın gelir dağılımı eşitsizliğini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Prechel (1985) çalışmasında ihracat ve kamu borcunun gelir dağılımı eşitsizliğine etkisini 1960-1975 dönemi için gelişmiş ve az gelişmiş ülkelere yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca, ihracatın artmasının gelir dağılımı eşitsizliğini artırdığı bulgulanmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalar göz önüne alındığında, 1989-2019 dönemi Türkiye örneğinde borç faiz ödemelerinin gelir dağılımı üzerine etkisi doğrudan incelenmemiştir. Bu açıdan, çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yukarıda açıklamaları verilen literatüre ilişkin özet Tablo 4.1'de yer almaktadır.

Tablo 4.1. Literatür Taraması

Yazar	Veri Seti	Yöntem	Sonuç
Obiero ve Topuz (2021)	1970-2018 Dönemi Kenya	ARDL Sınır Testi	Kamu borcu ve iç borç uzun dönemde gelir dağılımı eşitsizliğini artırmaktadır.
Topuz (2021)	1987-2018 Dönemi Türkiye	Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli	Bütçe açığı ve kamu iç borcundan gelir dağılımı eşitsizliğine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Ayrıca, kamu iç borç stoku arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır.
Ewubare ve Morris (2020)	1980-2017 Dönemi Nijerya	Johansen Eşbütünleşme Testi, Vektör Hata Düzeltme Modeli ve Granger Nedensellik Testi	Uluslararası kuruluşlardan (Afrika Kalkınma Bankası ve Dünya Bankası) borçlanma gelir dağılımı eşitsizliğini azaltmaktadır.
Sayed (2020)	1990-2015 Dönemi Lübnan	ARDL Sınır Testi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM)	Kamu iç borcu arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır.
Tung (2020)	1980-2018 Dönemi Asya-Pasifik Bölgesindeki 17 ülke	Panel Veri Analizi	Kamu borcu gelir dağılımı eşitsizliğini negatif etkilemektedir.



Karlin (2018)	1980-2015 Dönemi OECD ülkeleri	Hausman Testi	Kamu iç borcu arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artarken, kamu dış borcu arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği azalmaktadır.
Ertekin (2018)	2004-2015 Dönemi 17 OECD ülkesi	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kamu borçları ile gelir dağılımı arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır.
Teyyare ve Sayaner (2018)	1990-2016 Dönemi Türkiye	EKK	Kamu borçlanmasındaki artış gelir dağılımına bozucu etki yapmaktadır.
Sugözü vd. (2017)	2002-2015 Dönemi Türkiye	Topsis Model	İç borcun faiz ödemeleri ve faiz oranı azaldıkça gini katsayısı azalmakta ve gelir dağılımında eşitsizlik azalarak gelir dağılımı daha adil dağılmaktadır.
Kalaycı ve Öztürk (2017)	1980-2013 Dönemi Türkiye	Johansen Eşbütünleşme Testi	Gelir dağılımı eşitsizliği ile dış borçlanma, işsizlik, enflasyon ve eğitim harcamaları arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi vardır.
Sanyal ve Ehlen (2017)	1987-2011 Dönemi ABD Eyaletleri	Bayesyen Parametrik Olmayan Analiz	Kamu borcu ve gelir dağılımı eşitsizliği kişi başına ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.
Aksman (2017)	1995-2015 Dönemi OECD Ülkeleri	Panel Veri Analizi	Yoksulluk ve gelir dağılımı eşitsizliği ile kamu borcu arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.
Farid (2017)	1973-2013 Dönemi Pakistan	ARDL Sınır Testi	Dış borç ile gelir dağılımında eşitsizlik arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki yoktur.
Akram ve Hamid (2016)	1975-2010 Dönemi Bangladeş, Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka	Panel Veri Analizi	Kamu iç borcu ile gini katsayısı negatif ilişkilidir. Ayrıca, kamu dış borcu ve dış borç servisi ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.
Gachuci (2015)	1980-2010 Dönemi 34 farklı ülke	Panel Veri Analizi	Kamu borçlanması ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında pozitif ve doğrudan bir ilişki vardır.
Salti (2015)	1990-2007 Dönemi Farklı gelir grubundaki ülkeler	Panel Veri Analizi	Kamu borçlanması bileşimi gelir dağılımı eşitsizliği üzerinde doğrudan etkiye sahiptir.
Arawatari ve Ono (2015)	1980-2010 Dönemi OECD ülkeleri	Panel Veri Analizi	Gelir dağılımı eşitsizliğinin düşük olduğu ülkelerde kamu borç stoku düşük, gelir dağılımı eşitsizliğinin yüksek olduğu ülkelerde kamu borç stoku fazladır.



Akram (2013)	1975-2008 Dönemi Pakistan	ARDL Sınır Testi	Dış borç ve dış borç servisi (anapara+faiz) arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır.
Larch (2012)	1960-2008 Dönemi 30 OECD ülkesi	Panel Veri Analizi	Gelir dağılımı eşitsizliği arttıkça kamu mali performansında baskı artmaktadır.
Bedir ve Karabulut (2011)	-	-	İç borçtaki pozitif değişim gelir dağılımı eşitsizliğini arttırmaktadır.
Bayraktar (2009)	-	-	Kamunun piyasadan yüksek faiz oranlarından borçlanması nihai olarak gelir dağılımında eşitsizliği arttırmaktadır.
Bakkal ve Gürdal (2007)	-	-	İç borçlanma arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır.
You ve Dutt (1996)	-	Post-Keynesyen Model	Kamu borcundaki artış gelir dağılımı eşitsizliğini arttırmaktadır.
Prechel (1985)	1960-1975 Dönemi Gelişmiş ve Az Gelişmiş Ülkeler	Panel Veri Analizi	Kamu borcu ile gelir dağılımı eşitsizliği arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Ayrıca, ihracat arttıkça gelir dağılımı eşitsizliği artmaktadır.

4.1.1.3. Veri Seti ve Yöntem

4.1.1.3.1. Model 1

Bu kısımda, Türkiye için 1989-2019 döneminde Hazine'nin borç faiz ödemelerinin gelir dağılımındaki eşitsizliğe etkisi ARDL (Autoregressive Distributed Lag) Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır. Model 1'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Bir önceki bölümde detaylıca yer verdiğimiz konu bağlamındaki literatür taraması değişkenlerin seçiminde etkili olmuştur. Ayrıca, teorik olarak "2.3.2.1.3. İç Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi" ve "2.3.2.2.3. Dış Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi" alt başlıklarında vurgulanan hususlar da değişkenlerin seçiminde etkili olmuştur. Modelde her bir değişkenin doğal logaritması alınarak bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin model sonuçları yüzde cinsinden analiz edilebilecektir. Model 1 şu şekildedir:



Model 1

$$\ln Gini_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 \ln BFÖ_{(t)} + \beta_2 \ln TB_{(t)} + \beta_3 \ln VG_{(t)} + \beta_4 \ln KH_{(t)} + \beta_5 \ln KBDG_{(t)} + \beta_6 \ln ENF_{(t)} + \varepsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 4.2'de yer almaktadır.

Tablo 4.2. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 1)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
InGini	Bağımlı Değişken	Gelir dağılımında eşitsizliği gösteren bir katsayıdır.
InBFÖ	Bağımsız Değişken	Borç faiz ödemelerinin ¹ GSYİH ² 'e oranını göstermektedir.
InTB	Bağımsız Değişken	Toplam borçlanmanın ³ GSYİH'e oranını göstermektedir.
InVG	Bağımsız Değişken	Vergi gelirlerinin GSYİH'e oranını göstermektedir.
InKH	Bağımsız Değişken	Kamu harcamalarının GSYİH'e oranını göstermektedir.
InKBDG	Bağımsız Değişken	Kişi başına düşen milli geliri göstermektedir.
InENF	Bağımsız Değişken	Enflasyon oranını (tüketici fiyat endeksi) göstermektedir.

Hazine'nin borç faiz ödemelerine, toplam borçlanmaya, vergi gelirlerine ve kamu harcamalarına ilişkin veriler Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan, kişi başına düşen milli gelir ve enflasyona ilişkin veriler ise Dünya Bankası Veritabanı'ndan⁴ elde edilmiştir. Gini katsayısına ilişkin veriler 1989-2005 dönemi için Dumlu ve Aydın (2008) tarafından yazılan "Ekonometrik Modellerle Türkiye İçin 2006 Yılı Gini Katsayısının Tahmini" adlı makaleden ve

- 1 İç borç ve dış borç faiz ödemelerinin toplamı
- 2 Bir ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatı cinsinden nihai değerlerinin toplamıdır. Bu hesaplama GSYİH'in üretim yönünden hesaplanmasıdır. Seçilen bir yıla ait GSYİH'in kendinden bir önceki yıla ilişkin GSYİH'den farkının alınıp seçilen yıla ait GSYİH'e bölünmesiyle nominal büyüme oranı elde edilir. Nominal büyüme oranından ortalama enflasyon düşürülürse reel büyüme oranı elde edilir (Eğilmez, 2018:17).
- 3 İç ve dış borç toplamı
- 4 World Bank Development Indicators



2006-2019 dönemi için Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) veri tabanından elde edilmiştir.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Borç faiz ödemeleri gelir dağılımına, faiz ödemelerinin daha çok üst gelir grubuna yapılması ve bu ödemelerin finansmanı için yapılan ek vergilendirmenin daha çok alt gelir grubundan dolaylı vergiler aracılığıyla elde edilmesi yoluyla etki etmektedir. Alt gelir grubundaki vatandaşların dolaylı vergilere konu harcamalarının kişisel gelirlerine oranı, üst gelir grubunda yer alanlara göre nispi olarak daha fazla olduğundan, dolaylı vergilerdeki artışlar gelir dağılımındaki eşitsizliğin artmasına neden olmaktadır (Eğilmez, 2018:66).

Toplam hazine borçlanması gelir dağılımına, finansmanın hangi kaynaklardan/gelir gruplarından elde edildiği ve elde edilen finansmanın devlet tarafından yatırım ya da tüketim harcaması olmak üzere nasıl harcandığı aşamasında etki etmektedir. Finansman üretken yatırım sektörlerine harcandığında gelir dağılımı olumlu ve verimsiz tüketim harcamalarına aktarıldığında gelir dağılımı olumsuz etkilenmektedir (Cangöz ve Erdener, 2012:209; Gürler, 1998:17).

Vergiler gelir dağılımına; vergi oranı, verginin doğrudan ya da dolaylı olması, vergilemede ödeme gücü, vergi denetiminin düzeyi ve verginin yansıtılması gibi unsurlar aracılığıyla etki etmektedir. Vergiler, sosyal devlet anlayışı gereği milli gelirin farklı gelir grupları arasında dağılımının adil olmasına göre alınmalıdır. Bir ülkenin vergi sistemi; vergi adaleti ve gelir dağılımı eşitsizliği oluşturmayan, iktisadi büyümeye zarar vermeyen etkin bir yapıda olmalıdır (Demirgil, 2018:120).

Kamu harcamaları gelir dağılımına, üretim faktörlerinden elde edilen vergi gelirinin adil dağılımı ve devlet hizmetlerinin yerine getirilmesi için devlet tarafından harcanması yani cari harcamalar ve transfer harcamaları vasıtasıyla etki etmektedir. Kamu harcamaları gelirin yeniden dağıtımında alt gelir grubunda yaşayan vatandaşlar lehine pozitif katkı sunarak gelir da-



ğılımı eşitsizliğini azaltmaktadır. Nitekim kamu harcamalarından alt gelir grubunun yararlanma oranı daha fazladır (Emek, 2020:54). Ürper (2018)'e göre, çoğunlukla alt gelir grubundaki vatandaşların faydalandığı eğitim ve sağlık sektörlerine yapılan kamu harcamaları ile kırsalda yaşayan halka yönelik su, elektrik, yol vb. şeklinde gerçekleştirilen kamu harcamaları alt gelir grubundaki vatandaşların nispi olarak refahını artırmakta ve gelir dağılımında eşitsizliği azaltmaktadır. Bunun yanında, karşılıksız transfer harcamaları ile sosyal güvenlik harcamaları da çoğunlukla alt gelir grubunun faydalandığı ve gelir dağılımında adaletle olumlu yansıyan unsurlardır. Ancak, kamu harcamalarının yüksek miktardaki borç faiz ödemelerine yönelik gerçekleşmesi durumunda gelir dağılımında olumsuz etkiler oluşabilmektedir. Çünkü söz konusu ödemeler yüksek gelir grubuna yapılmakta ve finansman çoğunlukla alt gelir grubundan vergiler yoluyla karşılanmaktadır (Akdoğan, 2011:514).

Enflasyon gelir dağılımına, ücret mekanizması ve tasarrufları değerlendirme olanakları aracılığıyla etki etmektedir. Öncelikle, sabit ücret geliri elde eden gelir grubundaki vatandaşlar enflasyondan reel gelirleri düştüğü ve satın alma güçleri azaldığı için olumsuz etkilenmekteyken, gelirini enflasyona endekli olarak faiz ve kambiyo işlemlerinde tasarruf edebilen sermaye sahibi üst gelir grubu ise enflasyona karşı gelirlerini koruyabilmektedir (Sümer, 2021:56). Bu nedenle yüksek enflasyon ortamında gelir dağılımı eşitsizliğinin artması beklenmektedir. Nitekim Sugözü vd. (2017) çalışmalarında gelir dağılımında eşitsizliğin önemli bir nedeni olarak yüksek enflasyonu vurgulamıştır. Ancak, Bulir (2001) çalışmasında, yüksek enflasyonun gelir dağılımı adaletini olumsuz etkilediğini düşük enflasyonun ise gelir dağılımını düzeltici etkisinin bulunduğu tespit etmiştir. Monnin (2014) çalışmasında ise, %10 civarındaki enflasyonun gelir dağılımını olumlu etkilediği, enflasyonun %13'ün üzerinde olması durumunda gelir dağılımının olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmıştır (Akın ve Aytun, 2018:61).

Kişi başına düşen milli gelirin gelir dağılımı eşitsizliğine etkisi ise olumlu ya da olumsuz olabilmektedir. Nitekim Dobson ve Ramlogan-Dobson (2009) çalışmasında kişi başına düşen milli gelir arttığında gelir dağılımı eşitsizliğinin azaldığı bulgusunu elde etmiştir. Ancak, kişi başına milli gelir arttıkça



bundan sadece nüfusun belli bir kesimi refah içinde kalıyor ve büyük kısmı refahını artıramıyorsa gelir dağılımında adalet olumsuz etkilenecektir.

4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri

Zaman serileri analizinde değişkenlere ait serilerin durağanlığının incelenmesi yapılacak regresyon tahmin sonuçlarının tutarlılığı açısından önemlidir (Göktaş, 2005:5). Durağan olmayan serilere sahip regresyon denklemlerinde tahmin sonuçları yanıltıcı olabilmekte ve R^2 değeri yüksek çıkabilmektedir. Ayrıca, değişkenlere ait t ve F istatistik değerlerinin bir kısmı ya da tamamı anlamlı sonuçlar verebilmektedir. Serilerin durağan olmaması nedeniyle t ve F test sonuçları anlamlı olsa dahi güvenilir değildir. Çünkü söz konusu testlere ilişkin varsayımlardan bir tanesi serilerin durağan olmasıdır (Gujarati, 2016:320). Zaman serilerinin durağan olması durumunda serilerin ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman içerisinde sabittir (Göktaş, 2005:6). Serilere ilişkin durağanlığın test edilmesi için birim kök testleri uygulanmaktadır. Zaman serileri durağan değilse ve “ d ” kere farkının alınmasıyla durağanlaşıyorsa “ d .mertebeden entegre (integrated) $I(d)$ ” olarak tanımlanmaktadır (a.g.e., 2005:14). Dickey-Fuller tarafından birim kökün varlığının test edilmesi için geliştirilen sabitsiz ve trendsiz regresyon denklemi şu şekildedir (Vergil ve Erdoğan, 2009:44):

$$\Delta Y_{(t)} = \delta Y_{(t-1)} + \sum_{i=0}^p \beta_i \Delta (y)_{(t-i)} + \mu_{(t)}$$

Regresyon denklemiyle seriye ilişkin birinci dereceden fark alınmakta ve seride birim kökün varlığına ilişkin aşağıdaki hipotezler test edilmektedir:

$H_0 : \delta=0$ (Seride birim kök vardır.)

$H_1 : \delta<0$ (Seride birim kök yoktur.)

Tahmin sonuçlarına göre $\delta=0$ ise, seride dönemler arasındaki fark $\mu_{(t)}$ gibi rassal bir değişkene bağlı olacak ve H_0 hipotezi reddedilmeyecektir. Yani “Seride birim kök vardır.” hipotezi kabul edilecektir.



Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 4.3 ve Tablo 4.4'te Model 1'de yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.3. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 1)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	T-istatistik Değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
InGini	-0.6031	0.8555	Var	Düzeyde	-2.9639
D (InGini)	-4.2382	0.0025	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InBFÖ	-2.6884	0.0906	Var	Düzeyde	-2.9918
D (InBFÖ)	-3.9174	0.0056	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InTB	-1.3389	0.5982	Var	Düzeyde	-2.9639
D (InTB)	-5.5796	0.0001	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InVG	-2.9333	0.0533	Var	Düzeyde	-2.9639
D (InVG)	-3.5037	0.0152	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InKH	-2.7258	0.0819	Var	Düzeyde	-2.9677
D (InKH)	-4.5393	0.0012	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InKBDG	-1.5825	0.4789	Var	Düzeyde	-2.9639
D (InKBDG)	-6.0528	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
InENF	-1.0210	0.7327	Var	Düzeyde	-2.9639
D (InENF)	-4.6681	0.0008	Yok	1.Derece Fark	-2.9677

* MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.



Tablo 4.3'deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "lnGini" ve bağımsız değişkenler; "lnBFÖ", "lnTB", "lnVG", "lnKH", "lnKBDG" ve "lnENF" serileri düzeyde ($I(0)$) durağan değilken, 1.derece farkları ($I(1)$) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının ($I(1)$) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo 4.4. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 1)

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	T-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
lnGini	-0.6722	0.8389	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnGini)	-4.2086	0.0027	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnBFÖ	-1.1158	0.6963	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnBFÖ)	-4.0953	0.0036	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnTB	-1.4102	0.5640	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnTB)	-5.5886	0.0001	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnVG	-2.6069	0.1027	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnVG)	-3.5971	0.0122	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnKH	-2.4671	0.1332	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnKH)	-4.6098	0.0010	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnKBDG	-1.5917	0.4743	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnKBDG)	-6.0528	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
lnENF	-1.0533	0.7206	Var	Düzeyde	-2.9639
D (lnENF)	-4.6631	0.0009	Yok	1.Derece Fark	-2.9677

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
 Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.



Tablo 4.4'teki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "lnGini" ve bağımsız değişkenler; "lnBFÖ", "lnT-B", "lnVG", "lnKH", "lnKBDG" ve "lnENF" serileri düzeyde ($I(0)$) durağan değilken, 1.derece farkları ($I(1)$) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının ($I(1)$) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi

Makro iktisadi değişkenler arasında uzun dönemli denge ilişkisinin tahmin edilmesi ve istatikselsel olarak sonuçların elde edilmesi amacıyla eşbütünleşme analizi yapılmaktadır. Eşbütünleşme analizinde durağan olmayan zaman serileri arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı tespit edilmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017:557).

2001 yılında Pesaran, Shin ve Smith tarafından geliştirilen ARDL Sınır Testi de durağan olmayan zaman serileri arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test etmektedir. ARDL Sınır Testi'nde değişkenlerin düzeyde ve 1.farkta durağanlaşmasına ilişkin kritik değerler yer aldığı için, ikinci farktan ($I(2)$) olmamak üzere, değişkenlerin farklı düzeylerde durağanlaştığı regresyon modellerinde bu test uygulanabilmektedir (Pesaran vd., 2001). Değişkenlere ait zaman serisi $I(2)$ 'de durağanlaşıyorsa ARDL Sınır Testi uygulanamamaktadır. ARDL Sınır Testi, hata düzeltme modelinin diğer eşbütünleşme analizi testlerine (Engle-Granger ve Johansen Eşbütünleşme Testi) göre istatikselsel olarak daha anlamlı sonuçlar vermesi ve küçük örneklem grupları için daha elverişli olması sebebiyle daha çok tercih edilebilmektedir (Çetin ve Şeker, 2014:221). ARDL Sınır Testi ile değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test edebilmek için öncelikle Kısıtsız Hata Modeli oluşturulmalıdır (a.g.e., 2014:221). Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (1) nolu denklemlerle gösterilmektedir:



$$\begin{aligned}
 \Delta \ln Gini_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (\ln Gini)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (\ln BFÖ)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (\ln TB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (\ln VG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (\ln KH)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\ln KBDG)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^v \beta_{7i} \Delta (\ln ENF)_{(t-i)} + \lambda_1 (\ln Gini)_{(t-1)} + \lambda_2 (\ln BFÖ)_{(t-1)} + \lambda_3 (\ln TB)_{(t-1)} + \\
 & \lambda_4 (\ln VG)_{(t-1)} + \lambda_5 (\ln KH)_{(t-1)} + \lambda_6 (\ln KBDG)_{(t-1)} + \lambda_7 (\ln ENF)_{(t-1)} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

1

(1) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = \lambda_7 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq \lambda_7 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri (1) üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m,n,p,q,r,s,v) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (2) nolu denklemlerle şu şekilde gösterilmektedir:

Model 1: Gini katsayısı ile borç faiz ödemesi, toplam borçlanma, vergi gelirleri, kamu harcaması, kişi başına düşen milli gelir ve enflasyon oranı arasındaki ilişki



$$\begin{aligned} \ln Gini_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (\ln Gini)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (\ln BFÖ)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (\ln TB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (\ln VG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (\ln KH)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\ln KBDG)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^v \alpha_{6i} (\ln ENF)_{(t-i)} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

2

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta \ln Gini_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (\ln Gini)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (\ln BFÖ)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (\ln TB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (\ln VG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (\ln KH)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\ln KBDG)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^v \lambda_{7i} \Delta (\ln ENF)_{(t-i)} + \lambda_8 (ECM)_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

3

Hata Düzeltme Modeli’nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(ECM)_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_8 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

4.1.1.3.1.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi’nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçla-



rına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşüğe model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (2,0,2,0,2,2,0) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 4.5'te yer almaktadır.

Tablo 4.5. ARDL (2,0,2,0,2,2,0) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 1)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
8,931383	%5	2,97	4,49

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünlüşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 1'e ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 4.6'da yer almaktadır.



**Tablo 4.6. ARDL (2,0,2,0,2,2,0) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 1)**

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
$\Delta \ln TB$	-0.0029	0.0095	-0.3063	0.7639
$\Delta \ln TB (-1)$	0.0752*	0.0131	5.7183	0.0001
$\Delta \ln KH$	-0.3072*	0.0420	-7.3108	0.0000
$\Delta \ln KH (-1)$	-0.1147*	0.0356	-3.2186	0.0062
$\Delta \ln KBDG$	-0.1322*	0.0179	-7.3821	0.0000
$\Delta \ln KBDG (-1)$	0.0821*	0.0190	4.3168	0.0007
ECM (-1)	-1.2953*	0.1370	-9.4506	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
InBFÖ	0.0870*	0.0294	2.9616	0.0103
InTB	-0.0658*	0.0248	-2.6443	0.0192
InVG	0.2718*	0.0524	5.1871	0.0001
InKH	-0.2545*	0.0581	-4.3744	0.0006
InKBDG	-0.2524*	0.0215	-11.6988	0.0000
InENF	-0.0294*	0.0094	-3.1190	0.0075
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,90)		Olasılık (0,63)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (0,13)		Olasılık (0,93)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (17,50)		Olasılık (0,23)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (0,06)		Olasılık (0,79)	
* Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 4.6'da gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (2,0,2,0,2,2,0) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.



Kısa dönem sonuçlarına göre, toplam borçlanma değişkeni katsayısı (-0.0029) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Toplam borçlanma değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.0752) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, kamu harcamaları değişkeni katsayısı (-0.3072) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, kamu harcamaları değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.1147) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, kişi başına düşen milli gelir değişkeni katsayısı (-0.1322) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, kişi başına düşen milli gelir değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.0821) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.2953) negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006:339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %129.53 oranında giderilmektedir.

Tablo 4.6'da yer alan Model 1'e ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar t-istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Tablo 4.6'daki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:

$$\begin{aligned} \ln Gini = & 8.007962 + 0.087072 * \ln BFÖ - 0.065807 * \ln TB + \\ & 0.271889 * \ln VG - 0.254541 * \ln KH - 0.252492 * \ln KBDG - \\ & 0.029472 * \ln ENF \end{aligned}$$

Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (1989-2019), borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini de-



ğerini yüzde 0.08 oranında artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini değerini yüzde 0.06 oranında azaltmaktadır. Vergi gelirlerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış ise gini değerini yüzde 0.27 oranında artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden kamu harcamalarının GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini değerini yüzde 0.25 oranında azaltmaktadır. Kişi başına düşen milli gelirdeki yüzde 1 birimlik artış ise gini değerini yüzde 0.25 oranında azaltmaktadır. Ayrıca, enflasyon oranında yüzde 1 oranında gerçekleşen artış gini değerini yüzde 0.02 oranında azaltmaktadır.

Model tahmin sonuçlarına göre gini katsayısı ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 4.7'de yer almaktadır.

Tablo 4.7. Gini Katsayısı ile Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 1)

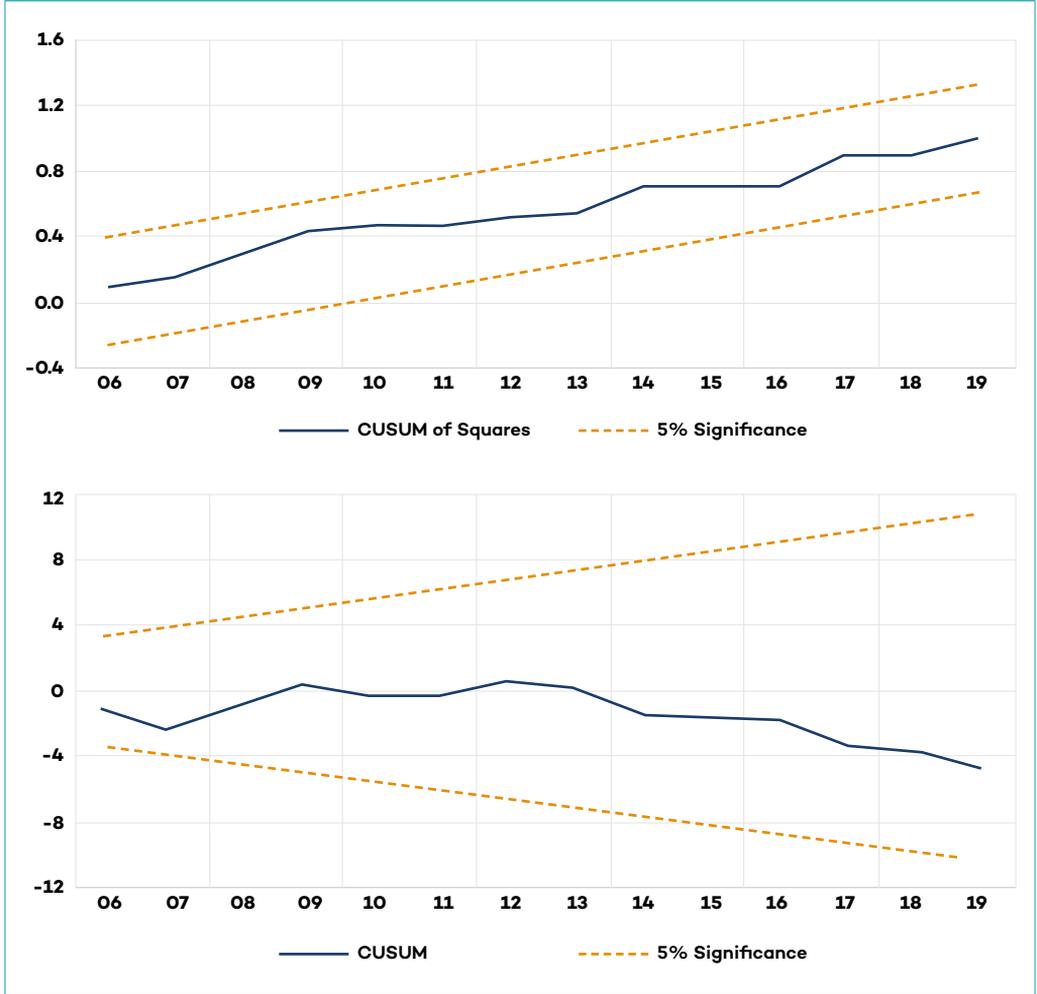
	İstatistiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Borç Faiz Ödemelerinin GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Pozitif
Toplam Borçlanmanın GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Negatif
Vergi Gelirlerinin GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Pozitif
Kamu Harcamalarının GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Negatif
Kişi Başına Düşen Gelir	Anlamlı	Negatif
Enflasyon Oranı	Anlamlı	Negatif

ARDL (2,0,2,0,2,2,0) modelinde yapısal kırılmanın varlığını incelemek için "CUSUM" ve "CUSUM of Squares" testleri kullanılabilir. CUSUM kelimesinin açılımı "Cumulative Sum of the Recursive Residuals" şeklinde olup "Ardışık Hataların Kümülatif Toplamı" anlamına gelmektedir. CUSUM testiyle ardışık hataların kümülatif toplamı ile hesaplama yapılarak yapısal kırılmaya ilişkin grafik sonucu elde edilmektedir. CUSUM of Squares testiyle ise ardışık hataların karelerinin kümülatif toplamı ile hesaplama yapılarak yapısal kırılmaya ilişkin grafik sonucu elde edilmektedir. Grafikler güven aralığı (sınırı) içindeyse modelde yapısal kırılma yoktur. Güven aralığı



(sınırları) dışına çıkma halinde modelde yapısal kırılmadan bahsedilebilecektir. ARDL (2,0,2,0,2,2,0) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 4.1'de yer almaktadır.

Grafik 4.1. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 1)



Grafik 4.1'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (2,0,2,0,2,2,0) modelinde yapısal kırılma yoktur.



4.1.1.3.1.3. Model 1 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen uzun dönem sonuçlara göre analiz edilen dönemde Türkiye’de borç faiz ödemelerindeki artış gelir dağılımındaki eşitsizliği arttırmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden toplam borçlanmanın GSYİH’e oranındaki artış, kamu harcamalarının GSYİH’e oranındaki artış, kişi başına düşen milli gelirdeki artış ve enflasyon oranındaki artış gelir dağılımı eşitsizliğini azaltırken, vergi gelirlerinin GSYİH’e oranındaki artış gelir dağılımı eşitsizliğini artırmaktadır. Model 1 tahmin sonuçlarından borç faiz ödemelerinin gelir dağılımına negatif etki ettiği bulgusu Akram (2013) ve Sugözü vd. (2017) çalışmalarıyla uyumludur.

4.1.2. Cari Açık-Dış Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi

4.1.2.1. Arka Plan Bilgisi

Cari işlemler hesabı, bir ülkenin ödemeler dengesi bilançosunun bir alt hesabıdır. Cari işlemler hesabı, mal ve hizmet ticareti ile yatırım gelir ve giderlerinin yer aldığı bir hesaptır. Bu hesap; bir ülkenin tasarruf-yatırım durumuna ilişkin bilgi vermekle birlikte ihracat ve ithalatına ilişkin bilgi de vermektedir (Kesikoğlu vd., 2013:16). Mal ve hizmet ithalatının, mal ve hizmet ihracatından fazla olması durumunda cari işlemler hesabı açık vermektedir. Yurt içi tasarrufları yetersiz, ham madde, enerji ve yüksek teknoloji hususlarında ithalata bağımlılığı yüksek olan ülkeler cari açık problemiyle sık sık karşılaşmaktadır. Tasarrufları yetersiz olan, birçok alanda yatırım ihtiyacı olan ve ithalata bağımlılığı yüksek olan ülkeler dış borçlanma yolunu tercih edebilmektedir. Dış borçlanmayla oluşan borcun anapara ve faizinin ödenmesi aşamasında ise ülkelerden kaynak çıkışı olması nedeniyle cari açık artmaktadır. Cari işlemler açığının belirleyici faktörleri arasında; bütçe açığı, dışa açıklık oranı, dış borçlanma, dış ticaret hadleri, dış borç anapara ve faiz ödemeleri, ekonomik büyüme, yatırım-tasarruf dengesi, faiz oranları, ithalatın ihracatı karşılama oranı, petrol fiyatları ve reel döviz kuru gibi birçok değişken yer almaktadır (Erdoğan ve Aydınbaş, 2020:1709).



Uluslararası rezervlerin değişmediği varsayımı altında, cari işlemler dengesinde bir açık dış borç stokunda aynı oranda bir artış olarak karşılık bulunmaktadır. Bu gerekçeyle, sürdürülebilir bir dış finansman yapısının bulunmaması ödemeler dengesi kaynaklı bir kriz yaşanma olasılığını artırmaktadır (Cangöz ve Erdener, 2012:208). Ülkeler yüksek dış borç miktarlarına sahipse ödemeler dengesi problemleri daha da ciddileşmektedir. Borçların kısa vadede yoğunlaşması ülkenin kırılganlığını arttırmakta ve ülkeyi dış şoklara açık hale getirmektedir. Toplam dış borcun gayri safi milli hasılaya oranı %50'nin üzerine çıkması durumunda ülkenin kredibilite problemi oluşmaktadır. Ayrıca, ülkenin ödeme kapasitesini gösteren dış borcun ihracata oranı ise %275'i aşması durumunda ülke borç çevirmede riskli hale gelmektedir. Dış borç servisinin (anapara+faiz) ihracata oranı %30'un üzerine çıkması durumunda ise ihracat gelirlerinin dış borç giderlerini karşılama oranı küçülmekte ve ülkenin borç yükümlülüklerini karşılama riskine girmektedir (Bayraktar, 2010:8-10).

Bir ülkenin dış borç anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirebilmesi, ilgili ülkenin cari işlemler dengesi ve uluslararası döviz rezerviyle doğrudan ilişkilidir. Cari işlemler dengesi fazla veriyorsa, dış borç anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması daha kolay olmaktadır. Cari işlemler dengesi açık veriyorsa, bu durumda mezkûr ödemelerin karşılanması için ilave kaynak tesis edilmesi gerekmektedir. Bu da ya mevcut döviz rezerv stokunun kullanılması ya da borç geri ödemeleri için yeniden dış borçlanmaya gidilmesini zorunlu kılmaktadır (Nart, 2013:123).

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de dış borç faiz ödemeleriyle ile cari açık arasındaki ilişki 1989-2019 dönemi veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin edilecektir. Bu bölüm; literatür taraması, veri seti ve yöntem ile tahmin sonuçlarından oluşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünün; yıllar itibarıyla seçilen dönem, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, regresyon modelinde yer alacak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler ve tahmin edilecek ilişki sebebiyle literatüre katkı sunacağı düşünülmektedir.



4.1.2.2. Literatür Taraması

Ulusal ve uluslararası literatüre baktığımızda, dış borç faiz ödemeleri ile cari açık arasındaki ilişki nadiren olsa çeşitli ekonometrik yöntemlerle tahmin edilmiş ancak ağırlıklı olarak dış borç ile cari açık arasındaki ilişki üzerine çalışmalar yapılmıştır.

Nath (2021) çalışmasında dış borç ile cari açık ve mali açık arasındaki ilişkiyi 1971-2019 dönemi için Hindistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi, Hata Düzeltme Modeli (ECM) ile Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde trend (eğilim) spesifikasyonunda dış borç ile cari açık ve mali açık arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönemde cari açık ve mali açığın dış borcun GSYİH'e oranına negatif etki ettiği bulunmuştur. Ayrıca, mali açıktan dış borç GSYİH oranına, cari açıktan dış borç GSYİH oranına ve mali açıktan cari açığa doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Chandia vd. (2019) çalışmasında kamu ve dış borç yükünün sürdürülebilirliğini 1971-2019 dönemi için Pakistan ve Hindistan'a yönelik veri seti kullanarak ve analizinde Romer (2006) tarafından önerilen Borç Dinamik Yaklaşımı uygulayarak incelemiştir. Çalışma sonucunda birincil bütçe açığı ve cari açığın kamu borcunun ve dış borcun artmasında önemli rol oynadıkları tespit edilmiştir.

Yıldız (2019) çalışmasında dış borç ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1998-2017 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli ile Johansen Eşbütünleşme Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari işlemler dengesinin dış borç stoku üzerinde tek yönlü nedensellik ilişkisi ve cari açığın dış borç üzerinde pozitif etkisi olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Reed vd. (2019) çalışmasında cari açık, bütçe açığı ve kamu borcu sürdürülebilirliği arasındaki ilişkiyi 1974-2015 dönemi için İran'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon (VAR) modeli uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcunun sürdürü-



lebilirliği için cari açık ve bütçe açığının azaltılması gerektiği tespit edilmiştir.

Ibhagui (2018) çalışmasında cari açık ile dış borç arasındaki ilişkiyi 1985-2013 dönemi için Sahra-altı Afrika'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda dış borcun cari açığın boyutunu belirlemede önemli bir etken olduğu bulgulanmıştır.

Muli (2018) çalışmasında dış borç servisi ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1980-2015 dönemi için Kenya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) ile Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda dış borç servisinin cari işlemler dengesinin Granger nedeni olarak bulunmuştur. Ayrıca, dış borç servisinin cari işlemler dengesi üzerinde negatif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Üzümcü ve Kırpık (2015) çalışmasında dış borç ile cari açık arasındaki ilişkiyi 1980-2014 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi, En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) ve Johansen Eşbütünleşme Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari açıktan dış borç stokuna doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi ve cari açık ile dış borç stoku arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, cari açığın artmasının dış borç stokunu arttırdığı bulgulanmıştır.

Çeştepe vd. (2014) çalışmasında dış borç ile cari açık arasındaki ilişkiyi 1980-2013 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda dış borç ve cari açık arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Alam ve Taib (2013) çalışmasında dış kamu borcu ile cari açık, bütçe açığı ve döviz kuru değer kaybı ilişkisini 1971-2000 dönemi için Asya Pasifik'teki 14 gelişmekte olan ülkeye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda



dış kamu borcu ile cari açık, bütçe açığı ve döviz kuru değer kaybı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu bulgulanmıştır.

Göçtepe (2013) çalışmasında cari açığın nedenlerini, finansman kalitesini ve sürdürülebilirliği konusunu 1996-2012 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi, Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli ve Vektör Hata Düzeltme (VEC) Modeli uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari açıkta dış borç faiz ödemelerinin payının yüzde 24 oranında gerçekleştiği bulgulanmıştır.

Jawaid ve Raza (2012) çalışmasında cari açık ile dış borç arasındaki ilişkiyi 1976-2010 dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde cari açık ile dış borç arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, cari açık ile dış borç arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Koyuncu ve Tekeli (2010) çalışmasında dış borçlanma üzerinde etkili olan faktörleri 1990-2009 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi'ni uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari açıktan dış borç stokuna doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Ahmad vd. (2009) çalışmasında kamu borcunun ve dış borcun sürdürülebilirliğini 1970'ler-2000'ler dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve analizinde teorik model geliştirerek incelemiştir. Çalışma sonucunda birincil mali açık ve cari açığın kamu borcu ve dış borcun sürdürülebilirliğini olumsuz etkilediği bulgulanmıştır.

Kwalingana ve Nkuna (2009) cari açık ile dış borç stoku arasındaki ilişkiyi 1980-2006 dönemi için Malavi'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünleşme Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde dış borç stoku arttıkça cari açığın da arttığı bulgulanmıştır.

Aristovnik (2006) çalışmasında cari işlemler açığının temel belirleyicilerini 1992-2003 dönemi için seçilmiş Doğu Avrupa Ülkeleri ve Eski Sovyet Birli-



ği ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari açık ile dış borç arasında negatif bir ilişkinin olduğu bulgulanmıştır.

Bakkal ve Oktayer (2003) çalışmasında cari işlemler açığı ile dış borç arasındaki ilişkiyi 1980-2002 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda cari işlemler açığından dış borçlanmaya doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Khalid ve Guan (1999) çalışmasında cari açık ve bütçe açığı arasındaki ilişkiyi 1950-1994 dönemi için gelişmiş 5 ülkeye yönelik veri seti ile 1955-1993 dönemi için gelişmekte olan 5 ülkeye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi ile Johansen Eşbütünlük Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde gelişmiş ülkelerde bu iki açık arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken gelişmekte olan ülkelerde bu iki açık arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanında, cari açık ve bütçe açığı arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışmada gelişmekte olan ülkelerde dış borç anapara ve faiz ödemelerinin cari açığa bozulmaya neden olduğu vurgulanmıştır.

Literatürde yapılmış çalışmalar göz önüne alındığında, 1989-2019 dönemi Türkiye örneğinde dış borç faiz ödemelerinin cari açık üzerine etkisi doğrudan incelenmemiştir. Bu açıdan, çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yukarıda açıklamaları verilen literatüre ilişkin özet Tablo 4.8'de yer almaktadır.

**Tablo 4.8. Literatür Taraması**

Yazar	Veri Seti	Yöntem	Sonuç
Nath (2021)	1971-2019 Dönemi Hindistan	Johansen Eşbütünlüşme Testi, Hata Düzeltme Modeli (ECM) ve Granger Nedensellik Testi	Uzun dönemde trend (eğilim) spesifikasyonunda dış borç ile cari açık ve mali açık arasında anlamlı bir ilişki vardır. Uzun dönemde cari açık ve mali açığın dış borcun GSYİH'e oranına negatif etki etmektedir. Ayrıca, mali açıktan dış borç GSYİH oranına, cari açıktan dış borç GSYİH oranına ve mali açıktan cari açığa doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır.
Chandia vd. (2019)	1971-2019 dönemi Pakistan ve Hindistan	Romer (2006) tarafından önerilen Borç Dinamik Yaklaşımı	Birincil bütçe açığı ve cari açık kamu borcunun ve dış borcun artmasında önemli rol oynamaktadır.
Yıldız (2019)	1998-2017 Dönemi Türkiye	VAR Modeli ve Johansen Eşbütünlüşme Testi	Cari işlemler dengesinin dış borç stoku üzerinde tek yönlü nedensellik ilişkisi ve cari açığın dış borç üzerinde pozitif etkisi vardır.
Reed vd. (2019)	1974-2015 Dönemi İran	VAR Modeli	Kamu borcunun sürdürülebilirliği için cari açık ve bütçe açığı azaltılmalıdır.
Ibhagui (2018)	1985-2013 Dönemi Sahra-altı Afrika	Panel Veri Analizi	Dış borç cari açığın boyutunu belirlemede önemli bir etkendir.
Muli (2018)	1980-2015 Dönemi Kenya	Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) ve Granger Nedensellik Testi	Dış borç servisi cari işlemler dengesinin Granger nedenidir. Ayrıca, dış borç servisi cari işlemler dengesini negatif etkilemektedir.
Üzümcü ve Kırpık (2015)	1980-2014 Dönemi Türkiye	Johansen Eşbütünlüşme Testi, Granger Nedensellik Testi ve EKK	Cari açıktan dış borç stokuna doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi ve cari açık ile dış borç stoku arasında eşbütünlüşme ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, cari açığın artmasının dış borç stokunu arttırdığı bulgusu elde edilmiştir.
Çeştepe vd. (2014)	1980-2013 Dönemi Türkiye	Granger Nedensellik Testi	Cari açık ve dış borç arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Alam ve Taib (2013)	1971-2000 Dönemi Asya Pasifikteki 14 gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Dış kamu borcu ile cari açık, bütçe açığı ve döviz kuru değer kaybı arasında pozitif yönlü ilişki bulunmaktadır.



Göçer (2013)	1996-2012 Dönemi Türkiye	Johansen Eşbütünleşme Testi, Vektör Oto regresyon (VAR) Modeli, Vektör Hata Düzeltilme (VEC) Modeli	Cari açıkta dış borç faiz ödemelerinin payı yüzde 24 oranında gerçekleşmiştir.
Jawaid ve Raza (2012)	1976-2010 Dönemi Pakistan	Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testi	Cari açık ile dış borç arasında uzun dönemde negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Ayrıca, cari açık ile dış borç arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.
Koyuncu ve Tekeli (2010)	1990-2009 Dönemi Türkiye	Granger Nedensellik Testi	Cari açıktan dış borç stokuna tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır.
Kwalingana ve Nkuna (2009)	1980-2006 Dönemi Malavi	Johansen Eşbütünleşme Testi	Dış borç stoku arttıkça cari açığın da arttığı bulgusu elde edilmiştir.
Ahmad vd. (2009)	1970'ler-2000'ler Dönemi Pakistan	Teorik Model	Birincil mali açık ve cari açık kamu borcu ve dış borcun sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir.
Aristovnik (2006)	1992-2003 Dönemi Seçilmiş Doğu Avrupa Ülkeleri ve Eski Sovyet Birliği Ülkeleri	Panel Veri Analizi	Cari açık ile dış borç arasında negatif bir ilişki vardır.
Bakkal ve Oktayer (2003)	1980-2002 Dönemi Türkiye	Granger Nedensellik Testi	Cari işlemler açığından dış borçlanmaya doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.
Khalid ve Guan (1999)	1950-1994 Dönemi Gelişmiş 5 ülke, 1955-1993 Gelişmekte olan 5 ülke	Granger Nedensellik Testi ve Johansen Eşbütünleşme Testi	Cari açık ile bütçe açığı arasında uzun dönemde gelişmiş ülkelerde anlamlı bir ilişki bulunmazken, gelişmekte olan ülkelerde anlamlı bir ilişki vardır. Bunun yanında, cari açık ve bütçe açığı arasında her iki ülke grubunda nedensellik ilişkisi vardır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde dış borç anapara ve faiz ödemeleri cari açığı olumsuz etkilemektedir.

4.1.2.3. Veri Seti ve Yöntem

4.1.2.3.1. Model 2

Bu kısımda, Türkiye için 1989-2019 döneminde Hazine'nin dış borç faiz ödemelerinin cari açığa etkisi ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır.



Model 2’de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Bir önceki bölümde detaylıca yer verdiğimiz konu bağlamındaki literatür taraması değişkenlerin seçiminde etkili olmuştur. Ayrıca, teorik olarak “2.3.2.2.3. Dış Borçlanmanın İktisadi Etkilerinin Değerlendirilmesi” alt başlığında vurgulanan hususlar da değişkenlerin seçiminde etkili olmuştur. Model 2 şu şekildedir:

Model 2

$$CA_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 DBFÖ_{(t)} + \beta_2 DB_{(t)} + \beta_3 BYM_{(t)} + \beta_4 DYY_{(t)} + \beta_5 BYT_{(t)} + \epsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 4.9’da yer almaktadır.

Tablo 4.9. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 2)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
CA	Bağımlı Değişken	Cari açığın GSYİH’e oranını göstermektedir.
DBFÖ	Bağımsız Değişken	Dış borç faiz ödemelerinin GSYİH’e oranını göstermektedir.
DB	Bağımsız Değişken	Dış borçlanmanın GSYİH’e oranını göstermektedir.
BYM	Bağımsız Değişken	Büyüme oranını göstermektedir.
DYY	Bağımsız Değişken	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH’e oranını göstermektedir.
BYT	Bağımsız Değişken	Brüt yurt içi tasarrufların ⁵ GSYİH’e oranını göstermektedir.

Hazine’nin dış borç faiz ödemeleri ve dış borçlanmaya ilişkin veriler Hazine ve Maliye Bakanlığı’ndan; cari açık, büyüme, doğrudan yabancı yatırımlar ve brüt yurt içi tasarruflara ilişkin veriler Dünya Bankası Veritabanı’ndan⁶ elde edilmiştir.

⁵ Gross Domestic Savings

⁶ World Bank Development Indicators



Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Dış borç faiz ödemeleri cari açığa, ödeme aşamasında ülkeden kaynak/döviz çıkışı olduğu için negatif etki etmektedir (Dura, 2013). Göçer (2013) ve Muli (2018) çalışmasında dış borç faiz ödemelerinin cari açığı olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Dış borçlanma cari açığa, finansman sağlanması aşamasında ülkeye kaynak/döviz girişi olduğu için pozitif etki etmektedir (Dura, 2013).

Büyüme oranının cari açığa olan etkisi için farklı yaklaşımlar söz konusudur. İlk olarak, tüketim ve yatırım mallarına olan talepteki artışın GSYİH'ı artıracığı ve GSYİH'teki artışın ve talepteki artışın ithalatı artırması dolaşısıyla büyümenin cari açığı artıracığı öne sürülmektedir (Calderón vd., 2000:13-14). Diğer yaklaşım ise, nispi gelir hipotezine dayandırılarak gelişmekte olan ülkelerde uzun dönemde büyüme oranı ile cari açık arasında negatif bir ilişki olduğu şeklindedir (Bayraktutan ve Demirtaş, 2011:13).

Doğrudan yabancı yatırımlar cari açığa, ülkeye kaynak/döviz girişi olması ve sıcak para gibi oluşabilecek döviz krizinde ülkeyi hemen terketmemesi sebebiyle olumlu etki etmektedir Doğrudan yabancı yatırımlar cari açığın finansman kalitesini artırmaktadır (Göçer, 2013:222).

Brüt yurt içi tasarrufların cari açık üzerindeki etkisi, tasarruflar arttıkça finansman ihtiyacı azalacağı için cari açığın azalacağı şeklindedir. Bu açıdan, yurt içi tasarrufların teşvik edilmesi cari açığı azaltmak için önemli görülmektedir (Çeştepe vd., 2014).

4.1.2.3.1.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için "4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri" alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron



(1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 4.10 ve Tablo 4.11’de Model 2’de yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.10. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 2)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
CA	-3.0137	0.0450	Yok	Düzeyde	-2.9639
DBFÖ	-1.6661	0.4372	Var	Düzeyde	-2.9677
D (DBFÖ)	-4.4983	0.0013	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
DB	-3.6924	0.0095	Yok	Düzeyde	-2.9639
BYM	-5.9253	0.0000	Yok	Düzeyde	-2.9677
DYY	-2.1140	0.2408	Var	Düzeyde	-2.9639
D (DYY)	-4.9996	0.0004	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
BYT	-0.9380	0.7612	Var	Düzeyde	-2.9677
D (BYT)	-6.7232	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 4.10’daki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken “CA” ve bağımsız değişkenler “DB” ve “BYM” serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden “DBFÖ”, “DYY” ve “BYT” serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)’de t-istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, I(1)’de olasılık değerlerinin (p-değeri) 0.05 (%5)’ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

**Tablo 4.11. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 2)**

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
CA	-2.9921	0.0471	Yok	Düzye	-2.9639
DBFÖ	-1.4808	0.5294	Var	Düzye	-2.9639
D (DBFÖ)	-4.4676	0.0014	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
DB	-3.7885	0.0075	Yok	Düzye	-2.9639
BYM	-6.0724	0.0000	Yok	Düzye	-2.9639
DYY	-2.0172	0.2782	Var	Düzye	-2.9639
D (DYY)	-7.5346	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
BYT	-1.5311	0.5044	Var	Düzye	-2.9639
D (BYT)	-7.3852	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.

Tablo 4.11'deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "CA" ve bağımsız değişkenler "DB" ve "BYM" serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "DBFÖ", "DYY" ve "BYT" serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de t-istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, I(1)'de olasılık değerlerinin (p-değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

4.1.2.3.1.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için "4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi" alt başlığına bakılabilir.



Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (4) nolu denklemle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta CA_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (CA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (DBFÖ)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (DB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (BYM)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (DYY)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (BYT)_{(t-i)} + \\ & + \lambda_1(CA)_{(t-1)} + \lambda_2(DBFÖ)_{(t-1)} + \lambda_3(DB)_{(t-1)} + \\ & \lambda_4(BYM)_{(t-1)} + \lambda_5(DYY)_{(t-1)} + \lambda_6(BYT)_{(t-1)} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

4

(4) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri 1 (1) üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m,n,p,q,r,s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (5) nolu denklemle şu şekilde gösterilmektedir:

Model 2: Cari açık ile dış borç faiz ödemesi, dış borçlanma, büyüme, doğrudan yabancı yatırımlar ve brüt yurt içi tasarruflar arasındaki ilişki



$$\begin{aligned}
 CA_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (CA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (DBFÖ)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (DB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (BYM)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (DYY)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (BYT)_{(t-i)} + \\
 & + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

5

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta CA_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta(CA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta(DBFÖ)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta(DB)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta(BYM)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta(DYY)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta(BYT)_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_7 (ECM)_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

6

Hata Düzeltme Modeli’nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(ECM)_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

4.1.2.3.1.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi’nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değeri



rinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (2,0,0,1,2,2) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 4.12'de yer almaktadır:

Tablo 4.12. ARDL (2,0,0,1,2,2) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 2)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
4,914492	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 2'ye ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 4.13'te yer almaktadır:




Tablo 4.13. ARDL (2,0,0,1,2,2) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 2)

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
Δ BYM	-0.3690*	0.0335	-10.9873	0.0000
Δ DYY	-1.3698*	0.2999	-4.5677	0.0003
Δ DYY (-1)	1.2750*	0.3109	4.1004	0.0008
Δ BYT	0.2274*	0.0993	2.2881	0.0361
Δ BYT (-1)	-0.2392*	0.0952	-2.5119	0.0231
ECM (-1)	-0.6878*	0.1105	-6.2210	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
DBFÖ	5.0144*	1.8504	2.7097	0.0155
DB	-1.0517*	0.4752	-2.2130	0.0418
BYM	-0.3877*	0.1738	-2.2307	0.0404
DYY	-2.5496*	0.5661	-4.5039	0.0004
BYT	0.4300*	0.1959	2.1943	0.0433
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,03)		Olasılık (0,98)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (5,48)		Olasılık (0,064)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişken Varyans Testi	N*R-kare (18,50)		Olasılık (0,10)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (3,17)		Olasılık (0,074)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 4.13'te gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (2,0,0,1,2,2) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.

Kısa dönem sonuçlarına göre, büyüme oranı değişkeni katsayısı (-0.3690) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, doğrudan yabancı yatırımlar değişkeni katsayısı (-1.3698) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlar değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (1.2750) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, brüt yurt içi tasarruflar değişkeni katsayısı (0.2274) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup



istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, brüt yurt içi tasarruflar değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.2392) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-0.6878) negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli sonucuna göre kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar yaklaşık 0,68 dönem sonra uzun dönem dengesine yakınsayacaktır. Bir başka deyişle, katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %68.78 oranında giderilmektedir.

Tablo 4.13'te yer alan Model 2'ye ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar *t*-istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Tablo 4.13'teki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:

$$CA = -6.754346 + 5.014410*DBFÖ - 1.051725*DB - 0.387778*BYM - 2.549679*DYY + 0.430086*BYT$$

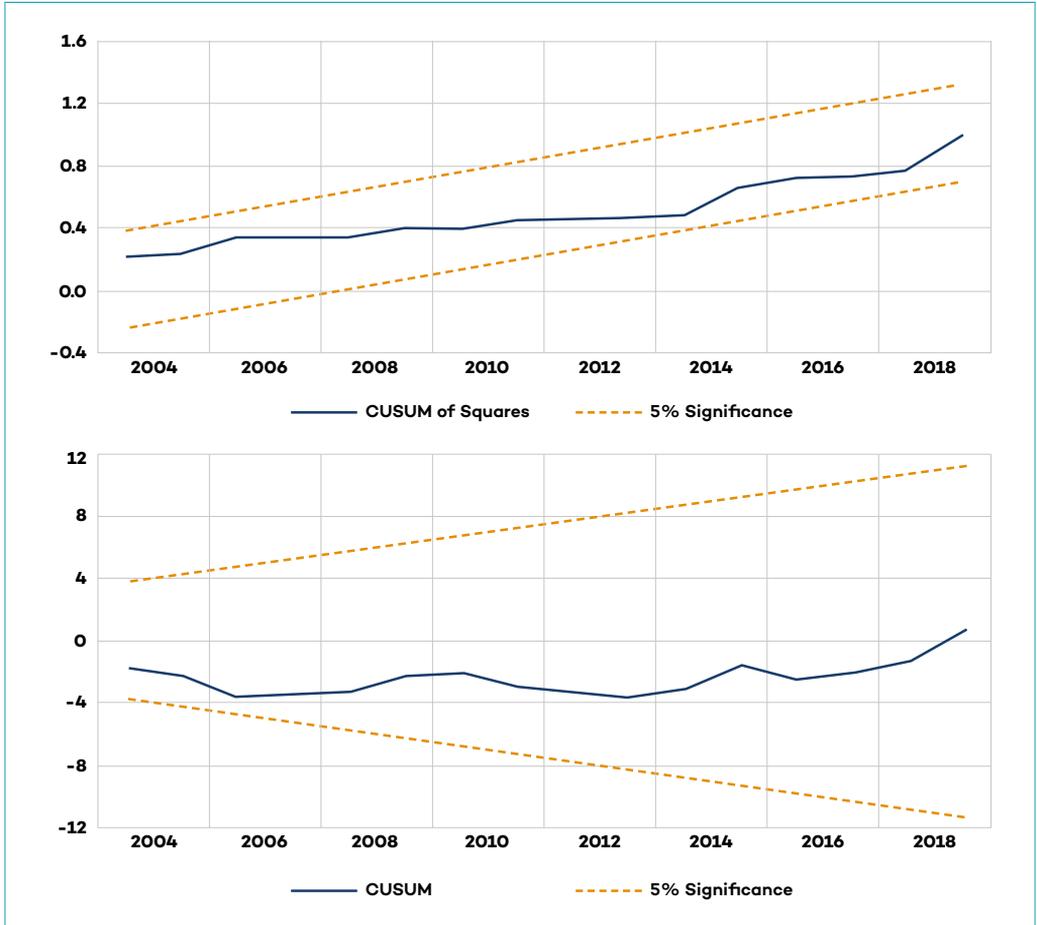
Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (1989-2019), dış borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 5.01 birim artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, dış borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 1.05 birim azaltmaktadır. Büyüme oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise cari açığın GSYİH'e oranını 0.38 birim azaltmaktadır. Bağımsız değişkenlerden doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 2.54 birim azaltmaktadır. Ayrıca, brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 0.43 birim artırmaktadır.

Model tahmin sonuçlarına göre cari açık ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 4.14'te yer almaktadır.


Tablo 4.14. Cari Açık İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 2)

	İstatiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Dış Borç Faiz Ödemelerinin GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Pozitif
Dış Borçlanmanın GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Negatif
Büyüme Oranı	Anlamlı	Negatif
Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYİH'e oranı	Anlamlı	Negatif
Brüt Yurt İçi Tasarrufların GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Pozitif

ARDL (2,0,2,1,2,2) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 4.2'de yer almaktadır.

Grafik 4.2. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 2)




Grafik 4.2'ye göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (2,0,2,1,2,2) modelinde yapısal kırılma yoktur.

4.1.2.3.1.3. Model 2 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen uzun dönem sonuçlara göre analiz edilen dönemde Türkiye'de dış borç faiz ödemelerindeki artış cari açığı artırmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden dış borçlanmanın GS-YİH'e oranında gerçekleşen artış, büyüme oranında gerçekleşen artış ve doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'e oranında gerçekleşen artış cari açığı azaltırken brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranında gerçekleşen artış cari açığı artırmaktadır. Model 2 tahmin sonuçlarından dış borç faiz ödemelerinin cari açığı arttırdığı bulgusu Khalid ve Guan (1999), Göçer (2013) ve Muli (2018) çalışmalarıyla uyumludur.

4.1.3. Ekonomik Büyüme-İç Borç Faiz Ödemeleri İlişkisi

4.1.3.1. Arka Plan Bilgisi

Ekonomik büyüme dünya genelinde ekonomi politikalarının en önemli amaçlarından bir tanesidir. Ekonomik büyüme; üretim faktörlerine (emek, sermaye, doğal kaynaklar (arazi, toprak vb.) ve girişimcilik), teknolojik gelişmeye, toplam faktör verimliliğine, beşeri sermayeye, yatırımlara, demografik koşullara, sosyo-politik ve kurumsal faktörler olmak üzere birçok değişkene bağlıdır (Çiçek vd., 2010:144). İç borçlanma da ekonomik büyümeye etkileri olan bir değişkendir. Bir devlet iç borçlanmaya birçok nedenle başvurabilmektedir. Bunlardan en önde gelenleri arasında bütçe açıklarının kapatılması yer almaktadır. İç borçlanma devlete finansman sağlarken, iç borcun anapara ve faiz ödemelerine devlet gelirlerinin önemli bir kısmı ayrılmaktadır. İç borç anapara ve faiz ödemelerinin negatif etkisi iç borçlanmayla sağlanan finansmanın pozitif etkisinden daha büyük olabilmekte ve sonuçta ekonomik büyüme olumsuz etkilenebilmektedir (Sheikh vd., 2010: 374).

İç borçlanmanın yatırımcıya yüksek faiz geliri vadetmesi nedeniyle normalde verimli yatırımlara kanalize edilebilecek fonlar yatırımcılar tarafından devlet iç borçlanma senetleri satın alınması yoluyla kullanılmakta ve



verimli yatırımlar aracılığıyla oluşabilecek yeni istihdam ortamının önüne geçilmektedir. Yatırımların ve istihdamın azalması da büyümeye negatif etki etmektedir. Özellikle büyük bankaların bu senetleri tutması göz önüne alındığında, reel ekonomik sektörü desteklemesi gereken bu bankaların çoğunlukla devlet hazinelerini fonladığı görülmektedir. Bankalar tarafından kredi olarak kullandırılacak kaynaklar iç borçlanma yoluyla devlete geçmekte ve bu durum toplam talepte daralmaya neden olmaktadır (Gürler, 1998:27). Bankaların bu yaklaşımı nedeniyle, üretimde kullanılmak üzere, özel sektöre yeteri kadar kaynak tahsisi yapılamamaktadır. Literatürde “crowding out effect” olarak bilinen dışlama etkisi meydana gelmekte ve özel sektör finansal piyasalardan dışlanan taraf olmaktadır. Başka bir anlatımla, iç borçlanmanın gerçekleştirildiği piyasada ödünç verilebilir fonlara olan talep artacağı için faiz oranlarında bir artış gözlenmekte ve özel sektör yatırımı artan faiz oranları nedeniyle azalabilmektedir. Yatırımların azalması ise büyüme ve istihdama olumsuz etki etmektedir. Faiz oranlarındaki artış üretim tarafında maliyetleri artıracığı için maliyet enflasyonuna neden olabilmektedir (Demir ve Sever, 2008:184).

Ayrıca, iç borçlanma yoluyla tasarrufların büyük çoğunluğu kamu tarafından kullanılmaktadır (Gürler, 1998:20). Tasarrufun yetersiz ve atıl fon miktarının az olduğu ülkelerde iç borçlanmanın gerçekleştirilebilmesi için yüksek faiz maliyetine katlanmak gerekmektedir (Demir ve Sever, 2008:180). İç borçlanma atıl fonları üretime aktarmak amacıyla kullanılırsa ülke ekonomilerinin kalkınmasına olumlu etki yapacaktır (Gürler, 1998:17). İç borçlanma yoluyla elde edilen fonların üretken yatırımlara kanalize edilmemesi durumunda ekonomide daraltıcı etkiler görülebilecektir.

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de iç borç faiz ödemeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1989-2019 dönemi veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin edilecektir. Bu bölüm; literatür taraması, veri seti ve yöntem ile tahmin sonuçlarından oluşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünün; yıllar itibarıyla seçilen dönem, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, regresyon modelinde yer alacak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler ve tahmin edilecek ilişki sebebiyle literatüre katkı sunacağı düşünülmektedir.



4.1.3.2. Literatür Taraması

Ulusal ve uluslararası literatüre baktığımızda, iç borç faiz ödemeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki nadiren olsa çeşitli ekonometrik yöntemlerle tahmin edilmiş ancak ağırlıklı olarak iç borçlanma ile ekonomik büyüme ve kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine çalışmalar yapılmıştır.

Amaefula (2020) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1981-2018 dönemi için Nijerya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) ile Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, iç borçlanmadan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Onogbosele ve Ben (2016) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1985-2014 dönemi için Nijerya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanmanın ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Gürdal ve Yavuz (2015) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1990-2012 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Maki (2012) Eşbütünleşme Testi ve Toda-Yamamoto (1995) Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanmanın yüzde 1 artması durumunda ekonomik büyüme yüzde 0,04 artmakta olduğu bulgusu elde edilmiştir. Ayrıca, iç borçtan büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Puente-Avojin ve Sanso-Navaro (2015) çalışmasında kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1980-2009 dönemi için OECD Ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcu ile büyüme arasında nedensel bir ilişkinin olmadığı bulgulanmıştır.



Spilioti (2015) çalışmasında kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1981-2014 dönemi için Avrupa ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcunun ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Çasni vd. (2014) çalışmasında kamu borcu ile GSYİH büyüme arasındaki ilişkiyi 2000-2011 dönemi için Avrupa ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Havuzlanmış Ortalama Grup Tahminci ve Panel Eşbütünlük Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kısa ve uzun dönemde kamu borcunun GSYİH büyümesini olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Calderón ve Fuentes (2013) çalışmasında kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1970-2010 dönemi için Latin Amerika, Karayipler, Güney Amerika ve Orta Amerika ülkelerine yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcunun ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu bulgulanmıştır.

Putunoi ve Mutuku (2013) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 2000-2010 dönemi için Kenya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Engle-Granger Eşbütünlük Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Atique ve Malik (2012) çalışmasında iç borç ve dış borcun ekonomik büyüme ile ilişkisini 1980-2010 dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde En Küçük Kareler (EKK) yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borç ile ekonomik büyüme arasında ve dış borç ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, dış borcun ekonomik büyümeyi iç borca göre daha fazla olumsuz etkilediği bulgulanmıştır.

Balassone vd. (2011) çalışmasında kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1861-2009 dönemi için İtalya'ya yönelik veri seti kullanarak



ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, dış borç iç borca göre ekonomik büyümeye daha fazla negatif etki etmektedir.

Sheikh vd. (2010) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1972-2009 dönemi için Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde EKK yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif, iç borç servisi (anapara+faiz) ödemeleri ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, iç borç servisinin ekonomik büyüme üzerine negatif etkisi iç borçlanmanın ekonomik büyümeye pozitif etkisinden daha güçlüdür.

Çiçek vd. (2010) çalışmasında iç borçlanma ve dış borçlanmanın ekonomik büyümeye olan etkisini 1990-2009 dönemi için Türkiye'ye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Engle-Granger Eşbütünlük Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borç stokunda artış ekonomik büyümeyi pozitif, dış borç stokundaki artışın ekonomik büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Maana vd. (2008) çalışmasında kamu iç borçlanmasının ekonomiye etkisini 1996-2007 dönemi için Kenya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde King and Levine (1993) Barro Büyüme Modeli uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir.

Christensen (2004) çalışmasında iç borçlanmanın ekonomik etkilerini 1980-2000 dönemi için Sahra-altı ülkelere yönelik incelemiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanmanın özel sektörü dışlayarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca, iç borçlanma nedeniyle ödenen faizlerin bütçede önemli bir yük oluşturduğu vurgulanmıştır.

Anjanwu ve Erhijakpor (2004) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1970-2003 dönemi için Nijerya'ya yönelik veri seti



kullanarak ve ekonometrik analizinde EKK yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanmanın GSYİH'e oranı yüzde 1 birim arttığında ekonomik büyüme yüzde 0,38 birim azalmaktadır.

Singh (1999) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1959-1995 dönemi için Hindistan'a yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Engle-Granger Eşbütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi de bulunmamaktadır.

Literatürde yapılmış çalışmalar göz önüne alındığında, 1989-2019 dönemi Türkiye örneğinde iç borç faiz ödemelerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi doğrudan incelenmemiştir. Bu açıdan, çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yukarıda açıklamaları verilen literatüre ilişkin özet Tablo 4.15'te yer almaktadır.

Tablo 4.15. Literatür Taraması

Yazar	Veri Seti	Yöntem	Sonuç
Amaefula (2020)	1981-2018 Dönemi Nijerya	Vektör Hata Düzeltilme Modeli (VECM) ile Granger Nedensellik Testi	İç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki vardır. Ayrıca, iç borçlanmadan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.
Onogbosele ve Ben (2016)	1985-2014 Dönemi Nijerya	Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli	İç borçlanmanın ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi vardır.
Gürdal ve Yavuz (2015)	1990-2012 Dönemi Türkiye	Maki (2012) Eşbütünleşme Testi ve Toda-Yamamoto (1995) Nedensellik Testi	İç borçlar yüzde 1 artarsa ekonomik büyüme yüzde 0,04 artar. Ayrıca, nedensellik ilişkisi iç borçtan büyümeye tek yönlüdür.
Puente-Avojin ve Sanso-Navarro (2015)	1980-2009 Dönemi OECD Ülkeleri	Granger Nedensellik Testi	Kamu borcu ile büyüme arasında nedensel bir ilişki yoktur.
Spilioti (2015)	1981-2014 Dönemi Avrupa Ülkeleri	Panel Veri Analizi	Kamu borcu ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.



Çasni vd. (2014)	2000-2011 Dönemi Seçilmiş Avrupa Ülkeleri	Havuzlanmış Ortalama Grup Tahminci ve Panel Eşbütünleşme Testi	Kısa ve uzun dönemde kamu borcu GSYİH büyümeyi negatif etkilemektedir.
Calderón ve Fuentes (2013)	1970-2010 Dönemi Latin Amerika, Karayipler, Güney Amerika, Orta Amerika ülkeleri	Panel Veri Analizi	Kamu borcu ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir.
Putunoi ve Mutuku (2013)	2000-2010 Dönemi Kenya	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi	İç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.
Atique ve Malik (2012)	1980-2010 Dönemi Pakistan	EKK	İç borç ve dış borç ile ekonomik büyüme arasında ters ilişki vardır. Dış borç iç borca göre ekonomik büyümeyi daha fazla olumsuz etkilemektedir.
Balassone vd. (2011)	1861-2009 Dönemi İtalya	ARDL Sınır Testi	Kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki vardır. Ayrıca, dış borç iç borca göre ekonomik büyümeye daha fazla olumsuz etki etmektedir.
Sheikh vd. (2010)	1972-2009 Dönemi Pakistan	EKK	İç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif, iç borç servisi (anapara+faiz) ödemeleri ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki vardır. Ayrıca, iç borç servisinin ekonomik büyüme üzerine negatif etkisi iç borçlanmanın ekonomik büyümeye pozitif etkisinden daha güçlüdür.
Çiçek vd. (2010)	1990-2009 Dönemi Türkiye	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi	İç borç stokundaki artış ekonomik büyümeyi pozitif, dış borç stokundaki artış ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir.
Maana vd. (2008)	1996-2007 Dönemi Kenya	King and Levine (1993) Barro Büyüme Modeli	İç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki vardır.
Christensen (2004)	1980-2000 Dönemi Sahra-altı Ülkeleri	-	İç borçlanma özel sektörü dışlayarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, borçlanma nedeniyle ödenen faizler bütçede önemli bir yük oluşturmaktadır.
Anjanwu ve Erhijakpor (2004)	1970-2003 Dönemi Nijerya	EKK	İç borçlanmanın GSYİH'e oranı yüzde 1 birim arttığında ekonomik büyüme yüzde 0,38 birim azalmaktadır.
Singh (1999)	1959-1995 Dönemi için Hindistan	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Testi	İç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi yoktur. Ayrıca, iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir.



4.1.3.3. Veri Seti ve Yöntem

4.1.3.3.1. Model 3

Bu kısımda, Türkiye için 1989-2019 döneminde Hazine'nin iç borç faiz ödemelerinin GSYİH büyüme oranına etkisi ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır. Model 3'te yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Bir önceki bölümde detaylıca yer verdiğimiz konu bağlamındaki literatür taraması değişkenlerin seçiminde etkili olmuştur. Literatürde yer alan Sheikh vd. (2010) çalışması bu modelin oluşturulmasında temel alınmıştır. Sheikh vd. (2010) çalışmasında iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Pakistan'a yönelik veri seti kullanarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda iç borçlanma ile ekonomik büyüme arasında pozitif, iç borç servisi (anapara+faiz) ödemeleri ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, iç borç servisinin ekonomik büyüme üzerine negatif etkisi iç borçlanmanın ekonomik büyümeye pozitif etkisinden daha güçlü olarak bulunmuştur. Model 3 şu şekildedir:

Model 3

$$BYM_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 IBFÖ_{(t)} + \beta_2 IB_{(t)} + \beta_3 ENF_{(t)} + \beta_4 BYT_{(t)} + \beta_5 HT_{(t)} + \epsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 4.16'da yer almaktadır.

Tablo 4.16. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 3)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
BYM	Bağımlı Değişken	Büyüme oranını göstermektedir.
IBFÖ	Bağımsız Değişken	İç borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranını göstermektedir.
IB	Bağımsız Değişken	İç borçlanmanın GSYİH'e oranını göstermektedir.
ENF	Bağımsız Değişken	Enflasyon oranını (tüketici fiyat endeksi) göstermektedir.
BYT	Bağımsız Değişken	Brüt yurt içi tasarrufların ⁷ GSYİH'e oranını göstermektedir.
HT	Bağımsız Değişken	Hizmet ticaretinin GSYİH'e oranını göstermektedir.



Hazine'nin iç borç faiz ödemeleri ve iç borçlanmaya ilişkin veriler Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan; büyüme oranı, enflasyon oranı, brüt yurt içi tasarruflar ve hizmet ticaretine ilişkin veriler Dünya Bankası Veritabanı'ndan⁸ elde edilmiştir. Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

İç borç faiz ödemeleri ekonomik büyümeye, verimli yatırımlara kanalize edilebilecek gelirlerin faiz ödemelerine gitmesi nedeniyle negatif etki etmektedir (Sheikh vd., 2010).

İç borçlanma ekonomik büyümeye, finansmanın elde edilmesiyle ve atıl fonların üretime kazandırılmasıyla olumlu etki etmektedir (Gürler, 1998:17). Ancak, çoğunlukla büyük bankaların iç borçlanma senetlerini satın almaları nedeniyle, reel ekonomik sektörü destekleyecek ve kredi olarak kullanılabilir kaynaklar iç borçlanma yoluyla devlete geçmekte ve bu durum toplam talepte daralmaya neden olabilmektedir (a.g.e., 1998:27). Devlet iç borçlanmayla elde ettiği kaynağı verimli yatırım sektörlerine aktarmazsa ekonomik büyüme olumsuz etkilenecektir.

Enflasyonun ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğine ilişkin farklı yaklaşımlar söz konusudur. İlk olarak, enflasyonla bireylerin reel servetinin azalacağı, enflasyon öncesi dönem seviyesine ulaşabilmek için bireylerin tasarruflarını artıracacağı, tasarruflardaki artışın yatırımı teşvik edeceği ve bu durumun ekonomik büyümeye olumlu etki edeceği öne sürülmektedir. Diğer yaklaşım ise, enflasyonun geleceğe dönük yatırım kararlarını olumsuz etkileyeceği ve bu durumdan büyümenin negatif etkileneceği şeklindedir (Berber ve Artan, 2004:2-3).

Brüt yurt içi tasarruflar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki literatürde genel olarak tasarruflar arttıkça büyüme olumlu etkilenecek şeklinde öngörülmektedir. Ancak, Özcan ve Günay (2011) çalışmasında tasarruflar ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Hizmet ticareti ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki literatürde iki grupta incelenmektedir. İlki, hizmet ticaretinin doğrudan büyüme üzerine etkisini



inceleyen çalışmalardır. İkincisi ise, hizmet verimliliğinden hareket edilerek hizmet ticaretinin büyüme üzerine olan etkilerini inceleyen çalışmalardır. Her iki gruptaki çalışmalarda çoğunlukla hizmet ticaretinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği tespit edilmiştir (Çeştepe vd., 2012:95).

4.1.3.3.1.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için “4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 4.17 ve Tablo 4.18’de Model 3’te yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.17. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 3)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-5.9253	0.0000	Yok	Düzeyde	-2.9677
IBFÖ	-1.0808	0.7101	Var	Düzeyde	-2.9639
D (IBFÖ)	-3.8999	0.0059	Yok	1. Derece Fark	-2.9677
IB	-1.7122	0.4151	Var	Düzeyde	-2.9639
D (IB)	-7.6503	0.0000	Yok	1. Derece Fark	-2.9677
ENF	-1.5965	0.4700	Var	Düzeyde	-2.9810
D (ENF)	-3.0671	0.0423	Yok	1. Derece Fark	-2.9862
BYT	-0.9380	0.7612	Var	Düzeyde	-2.9677
D (BYT)	-6.7232	0.0000	Yok	1. Derece Fark	-2.9677
HT	-1.8057	0.3706	Var	Düzeyde	-2.9639
D (HT)	-5.8395	0.0000	Yok	1. Derece Fark	-2.9677

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
 Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
 Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.



Tablo 4.17'deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde $I(0)$ durağandır. Bağımsız değişkenler; "IBFÖ", "IB", "ENF", "BYT" ve "HT" serileri düzeyde $I(0)$ durağan değilken, 1.derece farkları $I(1)$ alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının $I(1)$ alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo 4.18. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 3)

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-6.0724	0.0000	Yok	Düzeyde	-2.9639
IBFÖ	-1.4675	0.5359	Var	Düzeyde	-2.9639
D (IBFÖ)	-4.0330	0.0042	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
IB	-1.7145	0.4140	Var	Düzeyde	-2.9639
D (IB)	-7.3307	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
ENF	-0.9619	0.7536	Var	Düzeyde	-2.9639
D (ENF)	-5.2834	0.0002	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
BYT	-1.5311	0.5044	Var	Düzeyde	-2.9639
D (BYT)	-7.3852	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
HT	-1.8411	0.3543	Var	Düzeyde	-2.9639
D (HT)	-5.9046	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre. Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.					

Tablo 4.18'deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde $I(0)$ durağandır. Ba-



ğimsız değişkenler; “IBFÖ”, “IB”, “ENF”, “BYT” ve “HT” serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, I(1)'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

4.1.3.3.1.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için “4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (7) nolu denklemlerle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (\text{IBFÖ})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (\text{IB})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (\text{ENF})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (\text{BYT})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\text{HT})_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_1 (\text{BYM})_{(t-1)} + \lambda_2 (\text{IBFÖ})_{(t-1)} + \lambda_3 (\text{IB})_{(t-1)} + \\
 & \lambda_4 (\text{ENF})_{(t-1)} + \lambda_5 (\text{BYT})_{(t-1)} + \lambda_6 (\text{HT})_{(t-1)} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

7

(7) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)



$$H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri $I(1)$ üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m, n, p, q, r, s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (8) nolu denklemle şu şekilde gösterilmektedir:

Model 3: Büyüme ile iç borç faiz ödemesi, iç borçlanma, enflasyon, brüt yurt içi tasarruflar ve hizmet ticareti arasındaki ilişki

$$\begin{aligned} \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (\text{IBFÖ})_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (\text{IB})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (\text{ENF})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (\text{BYT})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\text{HT})_{(t-i)} + \\ & + \varepsilon_t \end{aligned}$$

8

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (\text{IBFÖ})_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (\text{IB})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (\text{ENF})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (\text{BYT})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\text{HT})_{(t-i)} + \\ & + \lambda_7 (\text{ECM})_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

9



Hata Düzeltme Modeli'nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(ECM)_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengeğine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

4.1.3.3.1.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi'nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (1,0,1,1,1,2) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 4.19'da yer almaktadır:

Tablo 4.19. ARDL (1,0,1,1,1,2) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 3)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
22,66828	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 3'e ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 4.20'de yer almaktadır:

**Tablo 4.20. ARDL (1,0,1,1,1,2) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 3)**

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
Δ IB	-0.2182*	0.0699	-3.1221	0.0062
Δ ENF	-0.2780*	0.0402	-6.9091	0.0000
Δ BYT	0.8466*	0.2516	3.3638	0.0037
Δ HT	0.6702*	0.3163	2.1188	0.0491
Δ HT (-1)	-1.3618*	0.3407	-3.9970	0.0009
ECM (-1)	-1.1147*	0.0840	-13.2669	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
IBFÖ	-0.8220*	0.2656	-3.0944	0.0066
IB	0.1695	0.1136	1.4921	0.1540
ENF	-0.1256*	0.0508	-2.4719	0.0243
BYT	-1.3285*	0.4529	-2.9330	0.0093
HT	1.3867*	0.6207	2.2337	0.0392
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,70)		Olasılık (0,70)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (3,20)		Olasılık (0,20)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (13,46)		Olasılık (0,26)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (0,26)		Olasılık (0,60)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 4.20'de gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (1,0,1,1,1,2) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.

Kısa dönem sonuçlarına göre, iç borçlanma değişkeni katsayısı (-0.2182) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, enflasyon oranı değişkeni katsayısı (-0.2780) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, brüt yurt içi tasarruflar değişkeni katsayısı (0.8466) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hizmet ticareti değişkeni katsayısı (0.6702) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak an-



lamlıdır. Ayrıca, hizmet ticareti değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-1.3618) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.1147) negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006:339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %111.47 oranında giderilmektedir.

Tablo 4.20'de yer alan Model 3'e ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar *t*-istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde IBFÖ, ENF, BYT ve HT değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlıyken, IB değişkeni için anlamlı değildir. Tablo 4.20'deki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{BYM} = & \mathbf{31.52997 - 0.822074*IBFÖ + 0.169594*IB - 0.125645*ENF} \\
 & \mathbf{- 1.328595*BYT + 1.386724*HT}
 \end{aligned}$$

Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (1989-2019), iç borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.82 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, iç borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.16 birim artırmakta, ancak % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Enflasyon oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.12 birim azaltmaktadır. Bağımsız değişkenlerden brüt yurt içi tasarruf oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 1.32 birim azaltmaktadır. Ayrıca, hizmet ticaretinin GSYİH oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 1.38 birim artırmaktadır.

Model tahmin sonuçlarına göre ekonomik büyüme ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 4.21'de yer almaktadır.

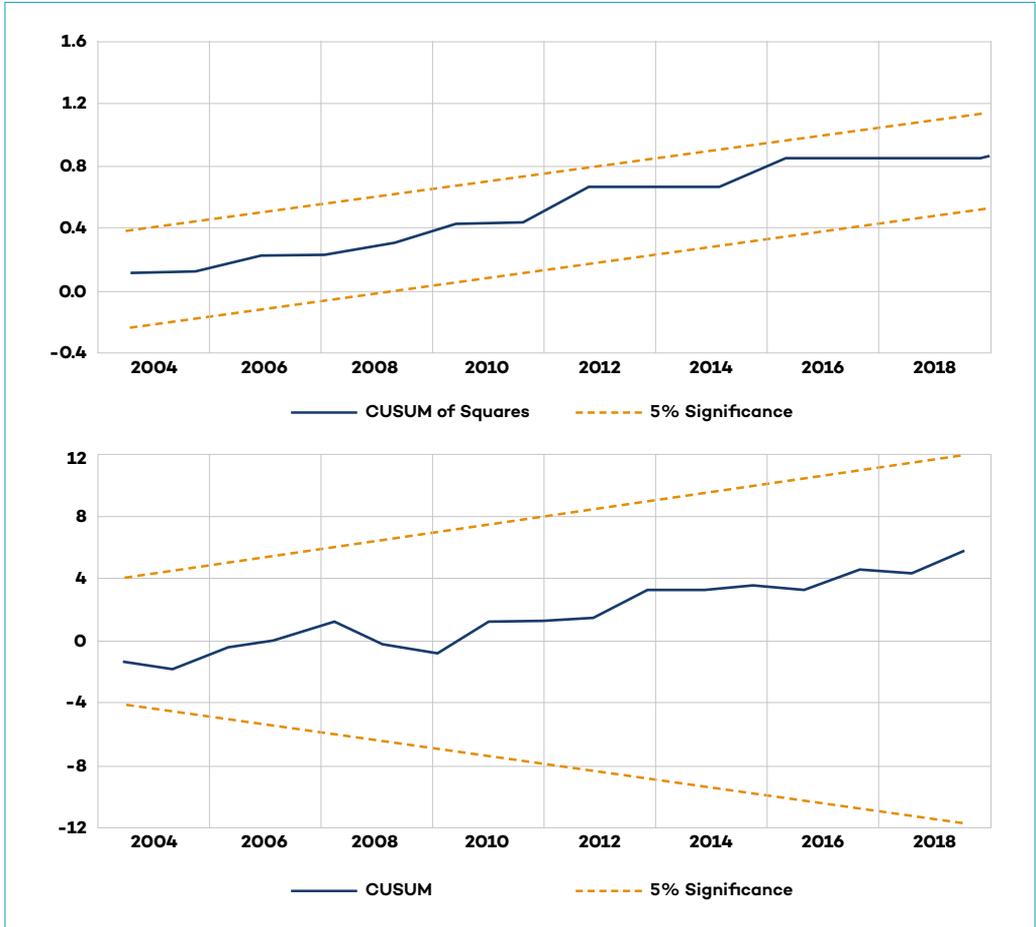


Tablo 4.21. Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 3)

	İstatiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
İç Borç Faiz Ödemelerinin GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Negatif
İç Borçlanmanın GSYİH'e Oranı	Anlamlı Değil	Pozitif
Enflasyon Oranı	Anlamlı	Negatif
Brüt Yurt İçi Tasarrufların GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Negatif
Hizmet Ticaretinin GSYİH'e Oranı	Anlamlı	Pozitif

ARDL (1,0,1,1,2) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 4.3'te yer almaktadır.

Grafik 4.3. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 3)





Grafik 4.3'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (1,0,1,1,1,2) modelinde yapısal kırılma yoktur.

4.1.3.3.1.3. Model 3 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen uzun dönem sonuçlarına göre analiz edilen dönemde Türkiye'de iç borç faiz ödemelerindeki artış büyüme oranını azaltmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden iç borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta (istatistiksel olarak anlamlı değil), enflasyon oranında ve brüt yurt içi tasarruflarda gerçekleşen artış büyüme oranını azaltmakta ve hizmet ticaretinde gerçekleşen artış büyüme oranını artırmaktadır. Model 3 tahmin sonuçlarından iç borç faiz ödemelerinin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği bulgusu Sheik vd. (2010) çalışmasıyla uyumludur.

4.2. MODEL 1,2,3 SONUÇLARINA İLİŞKİN GENEL DEĞERLENDİRME

Model 1 sonuçları değerlendirildiğinde, Türkiye örneğinde 1989-2019 dönemi verileri göz önüne alındığında borç faiz ödemeleri gelir dağılımını negatif etkilemektedir. Model 2 sonuçları değerlendirildiğinde, Türkiye örneğinde 1989-2019 dönemi verileri göz önüne alındığında dış borç faiz ödemeleri cari açığı negatif etkilemektedir. Model 3 sonuçları değerlendirildiğinde, Türkiye örneğinde 1989-2019 dönemi verileri göz önüne alındığında iç borç faiz ödemeleri ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir.

Bunun yanında; Model 1, Model 2 ve Model 3 sonuçlarında katsayılar baktığında, faiz ödemelerinin negatif etkisi borçlanmanın finansman tarafındaki pozitif etkisinden daha büyük olduğu için faizli borçlanma üretken/verimli de değildir.

Model 1, 2 ve 3 sonuçları birlikte değerlendirildiğinde faizli borçlanma katlanılan faiz yükü nedeniyle Türk ekonomisine zarar vermektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

FAİZSİZ FİNANSMAN ARACI VE FAİZLİ BORÇLANMA ARACININ EKONOMİK ETKİLERİ BAKIMINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: MALEZYA ÖRNEĞİ

5.1. ÇALIŞMANIN AMACI, KAPSAMI, KISITI VE YÖNTEMİ	193
5.1.1. Enflasyon ile Faizsiz Finansman Aracı (Kamu Yatırım Sertifikaları) ve Faizli Borçlanma (Devlet Tahvilleri) Aracı Arasındaki İlişki	194
5.1.1.1. Arka Plan Bilgisi	194
5.1.1.2. Literatür Taraması	195
5.1.1.3. Veri Seti ve Yöntem	198
5.1.2. Ekonomik Büyüme ile Faizsiz Finansman Aracı (Kamu Yatırım Sertifikaları) ve Faizli Borçlanma (Devlet Tahvilleri) Aracı Arasındaki İlişki	220
5.1.2.1. Arka Plan Bilgisi	220
5.1.2.2. Literatür Taraması	221
5.1.2.3. Veri Seti ve Yöntem	223
5.2. MODEL 4,5,6,7 SONUÇLARINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME	247



FAİZSİZ FİNANSMAN ARACI VE FAİZLİ BORÇLANMA ARACININ EKONOMİK ETKİLERİ BAKIMINDAN KARŞILAŞTIRILMASI: MALEZYA ÖRNEĞİ

5.1. ÇALIŞMANIN AMACI, KAPSAMI, KISITI VE YÖNTEMİ

Bu bölümde yapılacak çalışmanın amacı Malezya devleti tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracıyla faizli borçlanma aracının ekonomiye etkilerini ortaya koymaktır. Bu amaçla oluşturulacak ekonometrik modellerde faizsiz finansman aracı olarak kamu yatırım sertifikaları (Government Investment Issue (GII)) ile faizli borçlanma aracı olarak devlet tahvilleri (Malaysian Government Securities (MGS)) bağımsız değişkenler olarak kullanılacaktır. Söz konusu araçların makroekonomiye etkileri tahmin edilerek bu tez çalışması kapsamındaki önerilerin temellendirilmesi hedeflenmektedir.

Bu bölümdeki çalışma kapsamındaki veriler Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) internet sitesinde yer alan çeyrek dönemlik ekonomik bültenlerden elde edilmiştir. Ekonomik bültenlerde değişkenlere ilişkin verilerin varlığı göz önüne alındığında dönem olarak 2009 (2.çeyrek) – 2016 (4.çeyrek) zaman serisi verileri kullanılmıştır. Çalışma kısıtı kapsamında, ekonomik bültenlerdeki çeyreklik verilerin varlığı göz önüne alındığında enflasyon ve GSYİH büyüme oranı ekonometrik analizlerde kullanılacak makro iktisadi bağımlı değişkenler olarak seçilmiştir.



Çalışmada kurulacak modellerde değişkenler arasındaki uzun dönem eş-bütünleşme ilişkileri 2001 yılında Pesaran, Shin ve Smith tarafından geliştirilen ARDL Sınır Testi ile tahmin edilecektir.

5.1.1. Enflasyon ile Faizsiz Finansman Aracı (Kamu Yatırım Sertifikaları) ve Faizli Borçlanma (Devlet Tahvilleri) Aracı Arasındaki İlişki

5.1.1.1. Arka Plan Bilgisi

Enflasyon, en basit tanımıyla fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artıştır (Demirgil, 2019:14). Ekonomilerde enflasyonun meydana gelmesi 4 nedenle olmaktadır. Bunlardan ilki talepteki artışın mal ve hizmet üretimiyle karşılanamaması durumunda ortaya çıkan talep enflasyonudur. İkincisi üretimin girdisi olarak nitelendirilebilecek ham madde fiyatlarının yükselmesi, petrol ve enerji fiyatlarının artması ve afetler nedeniyle üretim maliyetlerinin artması durumunda ortaya çıkan maliyet enflasyonudur. Üçüncüsü para arzının artmasıyla (parasal genişleme) yatırım ve tüketim harcamalarında artışlar gerçekleşerek fiyatların yukarı yönlü hareket etmesi durumudur Dördüncüsü tüketici ve üretici kesimin gelecekte fiyatların artacağına ilişkin beklentileri nedeniyle mal ve hizmet fiyatlarında artışın gerçekleşmesidir (TCMB, 2022). Enflasyonu; döviz kurları, faiz oranları, bütçe açığı, para arzı, tüketim harcamaları, kredi artışı, işsizlik oranı, ücretler, sabit sermaye yatırımları (Terzi ve Oltulular, 2010) ve GSYİH artış hızı gibi birçok faktör etkilemektedir (Demirgil, 2019:15-16).

Borçlanma ile enflasyon arasındaki ilişki konusunda ise farklı yaklaşımlar söz konusudur. Borçlanmanın enflasyonist etki oluşturacağını ifade eden çalışmalar olduğu gibi, deflasyonist etkiler oluşturacağını öne süren çalışmalar da mevcuttur. Devlet borçlanmasının enflasyonist etkide bulunacağını öne süren yaklaşımda, devletin borçlanma araçları yoluyla elde ettiği finansmanı yatırım harcamaları yerine tüketim harcamalarına kullanması durumunda piyasada oluşan talepteki artış nedeniyle enflasyonist etkiler görülebilecektir. Ayrıca, yüksek bütçe açıkları nedeniyle borç servislerinin ödenmesi için yeniden borçlanma ihtiyacının doğması borç-faiz-borç kısır döngüsüne neden olabilmektedir. Nihai durumda bu döngüden çıkamayan



devletler borçlarını ödeyebilmek için para basma (monetizasyon) yoluna giderek yüksek enflasyona neden olacaktır (Sugözü ve Yiyit, 2010:368).

Devlet borçlanmasının deflasyonist etkide bulanacağını öne süren yaklaşımda, devletin borçlanma araçları yoluyla piyasadan topladığı fonları tekrar piyasaya sunmaması durumunda piyasadaki para miktarı/likidite azalacağından ekonomide deflasyonist bir etki oluşacaktır. Devlet borçlanma araçlarına talebin daha çok bankacılık olmak üzere finansal sektörden olduğu göz önüne alındığında özel sektöre açılacak kredi finansmanı borçlanma marifetiyle devlete geçtiği için özel tüketim harcamaları azalarak toplam harcamalar ve talep azalacak ekonomide deflasyonist bir ortam oluşacaktır (a.g.e., 2010:371).

Çalışmanın bu bölümünde, Malezya tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları (Government Investment Issue (GII)) ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) enflasyona etkisi 2009 (2.çeyrek)-2016 (4.çeyrek) dönemi veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin edilecektir. Bu bölüm; literatür taraması, veri seti ve yöntem ile tahmin sonuçlarından oluşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünün; yıllar itibarıyla seçilen dönem, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, regresyon modelinde yer alacak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler ve tahmin edilecek ilişki sebebiyle literatüre katkı sunacağı düşünülmektedir.

5.1.1.2. Literatür Taraması

Malezya tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin enflasyona etkisini ampirik olarak karşılaştıran bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Ancak, kamu yatırım sertifikaları ile İslami prensiplere uyum açısından benzerlik gösteren sukuk ile tahvillerin enflasyona etkisini tahmin eden uluslararası literatürde bazı çalışmalar mevcuttur.

Ariyana vd. (2020) çalışmasında sukuk piyasasında likidite belirleyicilerini 2010-2016 dönemi için Endonezya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Panel Veri Analizi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda enflasyon ile sukukun likiditesi arasında negatif bir ilişki tespit



edilmiştir. Çalışmada ayrıca, yüksek enflasyon ortamlarında satın alma gücünün düşeceği ve yatırımcıların sukuk ya da tahvile yatırım yapma isteklerinin azalacağı ifade edilmektedir.

Suriani vd. (2018) çalışmasında sukuk ve tahvil piyasasının makroekonomik belirleyicilerini 2010-2017 dönemi için Endonezya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sadece tahvil piyasasının enflasyondan etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, sukuk piyasasının tahvil piyasasına göre daha istikrarlı olduğu vurgulanmıştır.

Shazali (2018) çalışmasında sukuk ve tahvil ile enflasyon arasındaki ilişkiyi 2006-2016 dönemi için Malezya'ya yönelik veri seti kullanarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk ve tahvil ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Khudari (2017) çalışmasında sukuk piyasasının gelişiminde ekonomik ve finansal faktörlerin rolünü 2011-2015 dönemi için sukuk ihracı yapan 7 ülkeye yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Kısmi En Küçük Kareler (KEKK) yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk ihracılarıyla enflasyon arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Xian vd. (2015) çalışmasında sukuk ve tahvil performansının karşılaştırmasını 2007 (1.Çeyrek) - 2014 (3.Çeyrek) için Malezya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde En Küçük Kareler (EKK) yöntemi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk ve tahvilin performansına enflasyonun negatif etki ettiği tespit edilmiştir.

Kapingura ve Ikhide (2015) çalışmasında tahvil piyasasının likidite belirleyicilerini 1995-2009 dönemi için Güney Afrika'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Johansen Eşbütünlüşme Testi ile Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda enflasyon ile tahvilin likiditesi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Said ve Grassa (2013) çalışmasında sukuk piyasası gelişimi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi 2003-2012 dönemi için sukuk ihraç eden ülkelere yönelik



veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Hausman Test uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda enflasyonun sukuk piyasasının gelişimine anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.

Literatürde yapılmış çalışmalar göz önüne alındığında, 2009 (2.çeyrek) - 2016 (4.çeyrek) dönemi Malezya örnekleminde faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin enflasyona etkisini ampirik olarak karşılaştıran bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu açıdan, çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yukarıda açıklamaları verilen literatüre ilişkin özet Tablo 5.1'de yer almaktadır.

Tablo 5.1. Literatür Taraması

Yazar	Veri Seti	Yöntem	Sonuç
Ariyana vd. (2020)	2010-2016 Dönemi Endonezya	Panel Veri Analizi	Enflasyon ile sukukun likiditesi arasında negatif bir ilişki vardır. Yüksek enflasyon ortamlarında satın alma gücü düşeceği için yatırımcıların sukuk ya da tahvile yatırım yapma istekleri azalacaktır.
Suriani vd. (2018)	2010-2017 Dönemi Endonezya	Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM)	Sadece tahvil piyasası enflasyondan etkilenmektedir. Sukuk piyasası tahvil piyasasına göre daha istikrarlıdır.
Shazali (2018)	2006-2016 Dönemi Malezya	-	Sukuk ve tahvil ile enflasyon arasında negatif ilişki vardır.
Khudari (2017)	2011-2015 Dönemi 7 ülke	Kısmi En Küçük Kareler (KEKK)	Sukuk ihraçlarıyla enflasyon arasında negatif ilişki vardır.
Xian vd. (2015)	2007 (1.Çeyrek) - 2014 (3.Çeyrek) Dönemi Malezya	EKK	Sukuk ve tahvilin performansına enflasyon negatif etki etmektedir.
Kapingura vd. (2015)	1995-2009 Dönemi Güney Afrika	Johansen Eşbütünleşme Testi ile Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM)	Enflasyon ile tahvilin likiditesi arasında negatif bir ilişki vardır.
Said ve Grassa (2013)	2003-2012 Dönemi Sukuk İhraç Eden Ülkeler	Hausman Test	Enflasyonun sukuk piyasasının gelişimine anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.



5.1.1.3. Veri Seti ve Yöntem

5.1.1.3.1. Model 4

Bu kısımda, Malezya için 2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek) döneminde hükümetin faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarının (Government Investment Issue (GII)) enflasyona etkisi ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır. Model 4'te yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Model 4 şu şekildedir:

Model 4

$$ENF_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 KYS_{(t)} + \beta_2 BSSO_{(t)} + \beta_3 M3PA_{(t)} + \beta_4 KG_{(t)} + \beta_5 \dot{O}T_{(t)} + \varepsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 5.2'de yer almaktadır.

Tablo 5.2. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 4)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
ENF	Bağımlı Değişken	Enflasyon oranını (tüketici fiyat endeksi) göstermektedir.
KYS	Bağımsız Değişken	Kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya ¹ oranını göstermektedir.
BSSO	Bağımsız Değişken	Brüt sabit sermaye oluşumu artış oranını göstermektedir.
M3PA	Bağımsız Değişken	M3 para arzı artış oranını göstermektedir.
KG	Bağımsız Değişken	Kamu gelirleri artış oranını göstermektedir.
ÖT	Bağımsız Değişken	Özel tüketim artış oranını göstermektedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin çeyreklik veriler Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) internet sitesinde yer alan çeyrek dönemlik ekonomik bültenlerden elde edilmiştir.

¹ Government Securities Net Total = GII + MGS – Total Redemptions



Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Kamu yatırım sertifikalarının enflasyona etkisi, devlet tarafından sertifika ihracı yoluyla piyasadaki para miktarı/likidite azalacağı için deflasyonist bir etki oluşacağı ve bu durumun ilk aşamada enflasyona negatif etki edeceği yönündedir. Ancak, devletin borçlanma araçları yoluyla elde ettiği finansmanı yatırım harcamaları yerine tüketim harcamalarına kullanması durumunda piyasada oluşan talepteki artış nedeniyle enflasyonist etkiler de görülebilecektir (Sugözü ve Yiyit, 2010:368-371).

Brüt sabit sermaye oluşumunun enflasyona etkisi, piyasadaki fonların sabit sermaye yatırımları² gibi ekonominin üretkenliğini artıracak yatırımlara kanalize edilmesiyle negatif olacağı yönündedir. Nitekim Terzi ve Oltulular (2010) çalışmasında etkinin yönü negatif olarak bulgulanmıştır.

M3 para arzının enflasyona etkisi, para arzının artmasıyla (parasal genişleme) yatırım ve tüketim harcamalarında artışlar gerçekleşerek fiyatların yukarı yönlü hareket edeceği yani pozitif olacağı yönündedir (TCMB, 2022). Nitekim Karagöz ve Ergün (2010) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

Kamu gelirlerinin enflasyona etkisi, kamu gelirleri arttıkça (özellikle dolaylı vergiler) maliyetlerin fiyatlara yansıtılarak enflasyonunun da artacağı yönündedir (Güneş, 2020:434). Nitekim Güneş (2020) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak bulgulanmıştır.

Özel tüketimin enflasyona etkisi, özel tüketim arttıkça talep artışı nedeniyle enflasyonun da artacağı yönündedir (Baloğlu, 2011:138). Nitekim Baloğlu (2011) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

5.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri” alt başlığına bakılabilir.

² Araçlar, ekipmanlar, makineler vb.



Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 5.3 ve Tablo 5.4'te Model 4'te yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.3. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 4)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
ENF	-3.3325	0.0232	Yok	Düzeyde	-2.9762
KYS	-5.2939	0.0002	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9322	0.0535	Var	Düzeyde	-2.9639
D (BSSO)	-4.4352	0.0018	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
M3PA	-0.9444	0.7596	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-3.7126	0.0100	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
KG	-3.5569	0.0131	Yok	Düzeyde	-2.9639
ÖT	-3.4324	0.0176	Yok	Düzeyde	-2.9639

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
 Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
 Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.3'teki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "ENF" serisi düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "KYS", "KG" ve "ÖT" serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden BSSO ve M3PA serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de t-istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca,



$I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo 5.4. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 4)

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
ENF	-2.7624	0.0758	Var	Düzeyde	-2.9639
D (ENF)	-7.5864	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
KYS	-5.3160	0.0001	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9726	0.0491	Yok	Düzeyde	-2.9639
M3PA	-1.1814	0.6691	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-4.5473	0.0011	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
KG	-3.6051	0.0117	Yok	Düzeyde	-2.9639
ÖT	-4.9290	0.0004	Yok	Düzeyde	-2.9639

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.

Tablo 5.4'teki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "ENF" serisi düzeyde ($I(0)$) durağan değilken, 1.derece farkı ($I(1)$) alınınca seri durağan hale gelmiştir. Bağımsız değişkenler "KYS", "BSSO", "KG" ve "ÖT" serileri düzeyde ($I(0)$) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "M3PA" serisi düzeyde ($I(0)$) durağan değilken, 1.derece farkı ($I(1)$) alınınca seri durağan hale gelmiştir. Yani serinin 1.derecede farklarının ($I(1)$) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.



5.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (1) nolu denklemle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta \text{ENF}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (\text{ENF})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (\text{KYS})_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (\text{KG})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\text{ÖT})_{(t-i)} + \\ & + \lambda_1 (\text{ENF})_{(t-1)} + \lambda_2 (\text{KYS})_{(t-1)} + \lambda_3 (\text{BSSO})_{(t-1)} + \\ & \lambda_4 (\text{M3PA})_{(t-1)} + \lambda_5 (\text{KG})_{(t-1)} + \lambda_6 (\text{ÖT})_{(t-1)} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

1

(1) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri (1) üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m, n, p, q, r, s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (2) nolu denklemle şu şekilde gösterilmektedir:



Model 4: Enflasyon ile kamu yatırım sertifikaları, brüt sabit sermaye oluşumu, M3 para arzı, kamu gelirleri ve özel tüketim arasındaki ilişki

$$\begin{aligned}
 ENF_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (ENF)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (KYS)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (BSSO)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (M3PA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (KG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\text{ÖT})_{(t-i)} + \\
 & + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

2

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta ENF_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (ENF)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (KYS)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (BSSO)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (M3PA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (KG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\text{ÖT})_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_7 (ECM)_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

3

Hata Düzeltme Modeli’nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(ECM)_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

5.1.1.3.1.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi’nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr



dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 3 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (3,3,3,3,3,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 5.5'te yer almaktadır:

Tablo 5.5. ARDL (3,3,3,3,3,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 4)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
17,25823	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 4'e ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 5.6'da yer almaktadır:



**Tablo 5.6. ARDL (3,3,3,3,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 4)**

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
Δ KYS	0.0018	0.0082	0.2303	0.8255
Δ KYS (-1)	0.2455*	0.0201	12.1867	0.0000
Δ KYS (-2)	0.1404*	0.0210	6.6849	0.0005
Δ BSSO	-0.0444*	0.0082	-5.3895	0.0017
Δ BSSO (-1)	0.1497*	0.0151	9.8623	0.0001
Δ BSSO (-2)	0.0576*	0.0074	7.7879	0.0002
Δ M3PA	-0.1872*	0.0227	-8.2230	0.0002
Δ M3PA (-1)	-0.4713*	0.0370	-12.7128	0.0000
Δ M3PA (-2)	-0.2993*	0.0423	-7.0688	0.0004
Δ KG	0.0162*	0.0026	6.0480	0.0009
Δ KG (-1)	-0.0486*	0.0054	-8.9270	0.0001
Δ KG (-2)	-0.0136*	0.0030	-4.5055	0.0041
Δ ÖT	0.0980*	0.0233	4.1945	0.0057
ECM (-1)	-1.5261*	0.1107	-13.7782	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
KYS	-0.1514*	0.0461	-3.2831	0.0168
BSSO	-0.2316*	0.0336	-6.8846	0.0005
M3PA	0.1410*	0.0506	2.7832	0.0319
KG	0.0753*	0.0062	12.0168	0.0000
ÖT	0.2304*	0.0542	4.2474	0.0054
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,62)		Olasılık (0,73)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (0,95)		Olasılık (0,71)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (17,48)		Olasılık (0,68)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (0,41)		Olasılık (0,54)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 5.6'da gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (3,3,3,3,1) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.

Kısa dönem sonuçlarına göre, kamu yatırım sertifikaları değişkeni katsayısı (0.0018) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak



anlamli değildir. Kamu yatırım sertifikaları değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.2455) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kamu yatırım sertifikaları değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.1404) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu değişkeni katsayısı (-0.0444) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.1497) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.0576) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, M3 para arzı değişkeni katsayısı (-0.1872) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.4713) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.2993) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, kamu gelirleri değişkeni katsayısı (0.016200) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kamu gelirleri değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0486) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kamu gelirleri değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0136) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, özel tüketim değişkeni katsayısı (0.2304) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.5261) negatif işaretli olup istatiksels olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006:339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %152.61 oranında giderilmektedir.



Tablo 5.6'da yer alan Model 4'e ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar t-istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Tablo 5.6'daki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:

$$ENF = 1.857606 - 0.151474 * KYS - 0.231686 * BSSO + 0.141096 * M3PA + 0.075381 * KG + 0.230447 * ÖT$$

Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.15 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.23 birim azaltmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.14 birim artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden kamu gelirlerinin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.07 birim artırmaktadır. Ayrıca, özel tüketimin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.23 birim artırmaktadır.

Model tahmin sonuçlarına göre enflasyon ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 5.7'de yer almaktadır.

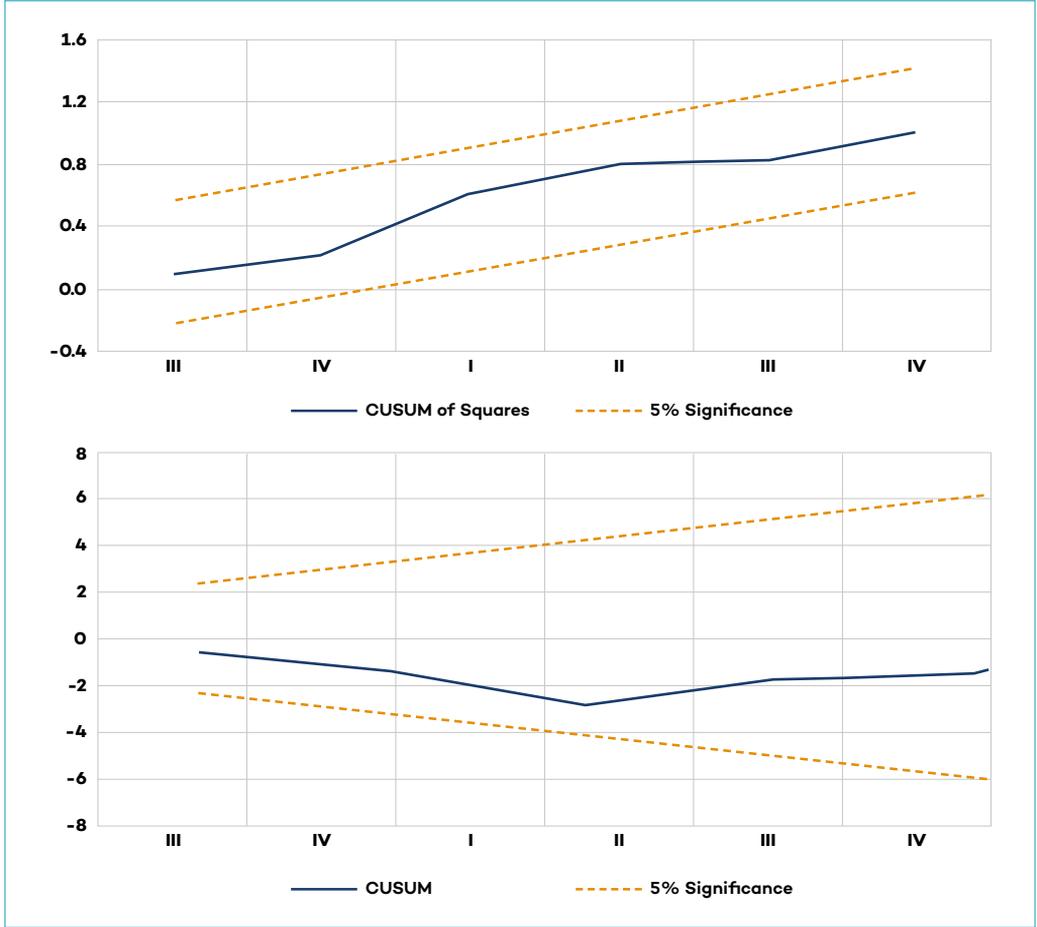
Tablo 5.7. Enflasyon ile Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 4)

	İstatiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Kamu Yatırım Sertifikalarının Devlet Tarafından Sertifika/Senet İhraçları Aracılığıyla Gerçekleştirilen Toplam Net Borçlanmaya Oranı	Anlamlı	Negatif
Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Artış Oranı	Anlamlı	Negatif
M3 Para Arzı Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
Kamu Gelirleri Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
Özel Tüketim Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif



ARDL (3,3,3,3,1) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 5.1'de yer almaktadır.

Grafik 5.1. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 4)



Grafik 5.1'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (3,3,3,3,1) modelinde yapısal kırılma yoktur.

5.1.1.3.1.3. Model 4 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da kamu yatırım sertifikalarının ihracındaki artış enflasyon oranını azaltmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye



oluşumunda gerçekleşen artış enflasyon oranını azaltmakta, M3 para arzındaki artış, kamu gelirlerindeki artış ve özel tüketimdeki artış enflasyon oranını artırmaktadır. Model 4 tahmin sonuçlarından kamu yatırım sertifikalarının enflasyona negatif etkisi; Shazali (2018), Khudari (2017) ve Kapingura vd. (2015) çalışmalarıyla uyumludur.

5.1.1.3.2. Model 5

Bu kısımda, Malezya için 2009 (2.Çeyrek)- 2016 (4.Çeyrek) döneminde hükümetin faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) enflasyona etkisi ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır. Model 5'te yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Model 5 şu şekildedir:

Model 5

$$ENF_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 DV_{(t)} + \beta_2 BSSO_{(t)} + \beta_3 M3PA_{(t)} + \beta_4 KG_{(t)} + \beta_5 ÖT_{(t)} + \epsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 5.8'de yer almaktadır.

Tablo 5.8. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 5)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
ENF	Bağımlı Değişken	Enflasyon oranını (tüketici fiyat endeksi) göstermektedir.
DV	Bağımsız Değişken	Devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya ³ oranını göstermektedir.
BSSO	Bağımsız Değişken	Brüt sabit sermaye oluşumu artış oranını göstermektedir.
M3PA	Bağımsız Değişken	M3 para arzı artış oranını göstermektedir.
KG	Bağımsız Değişken	Kamu gelirleri artış oranını göstermektedir.
ÖT	Bağımsız Değişken	Özel tüketim artış oranını göstermektedir.

³ Government Securities Net Total = GII + MGS – Total Redemptions



Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin çeyreklik veriler Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) internet sitesinde yer alan çeyrek dönemlik ekonomik bültenlerden elde edilmiştir.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Devlet tahvillerinin enflasyona etkisi, devlet tarafından tahvil ihracı yoluyla piyasadaki para miktarı/likidite azalacağı için deflasyonist bir etki oluşacağı ve bu durumun ilk aşamada enflasyona negatif etki edeceği yönündedir. Ancak, devletin borçlanma araçları yoluyla elde ettiği finansmanı yatırım harcamaları yerine tüketim harcamalarına kullanması durumunda piyasada oluşan talepteki artış nedeniyle enflasyonist etkiler de görülebilecektir (Sugözü ve Yiyit, 2010: 368-371).

Brüt sabit sermaye oluşumunun enflasyona etkisi, piyasadaki fonların sabit sermaye yatırımları⁴ gibi ekonominin üretkenliğini artıracak yatırımlara kanalize edilmesiyle negatif olacağı yönündedir. Nitekim Terzi ve Oltulular (2010) çalışmasında etkinin yönü negatif olarak bulgulanmıştır.

M3 para arzının enflasyona etkisi, para arzının artmasıyla (parasal genişleme) yatırım ve tüketim harcamalarında artışlar gerçekleşerek fiyatların yukarı yönlü hareket edeceği yani pozitif olacağı yönündedir (TCMB, 2022). Nitekim Karagöz ve Ergün (2010) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

Kamu gelirlerinin enflasyona etkisi, kamu gelirleri arttıkça (özellikle dolaylı vergiler) maliyetlerin fiyatlara yansıtılarak enflasyonun da artacağı yönündedir (Güneş, 2020:434). Nitekim Güneş (2020) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak bulgulanmıştır.

Özel tüketimin enflasyona etkisi, özel tüketim arttıkça talep artışı nedeniyle enflasyonun da artacağı yönündedir (Baloğlu, 2011:138). Nitekim Baloğlu (2011) çalışmasında etkinin yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

⁴ Araçlar, ekipmanlar, makineler vb.



5.1.1.3.2.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 5.9 ve Tablo 5.10’da Model 5’te yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.9. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 5)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
ENF	-3.3325	0.0232	Yok	Düzeyde	-2.9762
DV	-5.1704	0.0002	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9322	0.0535	Var	Düzeyde	-2.9639
D (BSSO)	-4.4352	0.0018	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
M3PA	-0.9444	0.7596	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-3.7126	0.0100	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
KG	-3.5569	0.0131	Yok	Düzeyde	-2.9639
ÖT	-3.4324	0.0176	Yok	Düzeyde	-2.9639

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.9’deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken “ENF” serisi düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden “DV”, “KG” ve “ÖT” serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Ba-



ğımsız değişkenlerden BSSO ve M3PA serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, I(1)'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo 5.10. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 5)

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
ENF	-2.7624	0.0758	Var	Düzeyde	-2.9639
D (ENF)	-7.5864	0.0000	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
DV	-5.1617	0.0002	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9726	0.0491	Yok	Düzeyde	-2.9639
M3PA	-1.1814	0.6691	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-4.5473	0.0011	Yok	1.Derece Fark	-2.9677
KG	-3.6051	0.0117	Yok	Düzeyde	-2.9639
ÖT	-4.9290	0.0004	Yok	Düzeyde	-2.9639

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
 Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.

Tablo 5.10'daki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "ENF" serisi düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkı (I(1)) alınınca seri durağan hale gelmiştir. Bağımsız değişkenler "DV", "BSSO", "KG" ve "ÖT" serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "M3PA" serisi düzeyde durağan değilken, 1.derece farkı



(I(1)) alınınca seri durağan hale gelmiştir. Yani serinin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de t-istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, I(1)'de olasılık değerlerinin (p-değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

5.1.1.3.2.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde "4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi" alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (4) nolu denklemlerle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta ENF_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (ENF)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (DV)_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (BSSO)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (M3PA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (KG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\ddot{O}T)_{(t-i)} + \\ & + \lambda_1 (ENF)_{(t-1)} + \lambda_2 (KYS)_{(t-1)} + \lambda_3 (BSSO)_{(t-1)} + \\ & \lambda_4 (M3PA)_{(t-1)} + \lambda_5 (KG)_{(t-1)} + \lambda_6 (\ddot{O}T)_{(t-1)} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

4

(4) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)



Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri $I(1)$ üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m, n, p, q, r, s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (5) nolu denklemle şu şekilde gösterilmektedir:

$$\begin{aligned}
 ENF_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (ENF)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (DV)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (BSSO)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (M3PA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (KG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\ddot{O}T)_{(t-i)} + \\
 & + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

5

Model 5: Enflasyon ile devlet tahvilleri, brüt sabit sermaye oluşumu, M3 para arzı, kamu gelirleri ve özel tüketim arasındaki ilişki

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan "ECM (Error Correction Model)" ya da diğer adıyla "Hata Düzeltme Modeli" aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta ENF_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (ENF)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (DV)_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (BSSO)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (M3PA)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (KG)_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\ddot{O}T)_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_7 (ECM)_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

6



Hata Düzeltme Modeli'nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(ECM)_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

5.1.1.3.2.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi'nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 3 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (3,3,3,3,3,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 5.11'de yer almaktadır:

Tablo 5.11. ARDL (3,3,3,3,3,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 5)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
15,71392	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 5'e ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 5.12'de yer almaktadır:


Tablo 5.12. ARDL (3,3,3,3,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 5)

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
ΔDV	0.0017	0.0057	0.3014	0.7732
$\Delta DV (-1)$	0.1576*	0.0136	11.5160	0.0000
$\Delta DV (-2)$	0.0860*	0.0144	5.9517	0.0010
$\Delta BSSO$	-0.0508*	0.0080	-6.3064	0.0007
$\Delta BSSO (-1)$	0.1405*	0.0152	9.2021	0.0001
$\Delta BSSO (-2)$	0.0554*	0.0073	7.5325	0.0003
$\Delta M3PA$	-0.1695*	0.0222	-7.6181	0.0003
$\Delta M3PA (-1)$	-0.4499*	0.0371	-12.0962	0.0000
$\Delta M3PA (-2)$	-0.2642*	0.0416	-6.3447	0.0007
ΔKG	0.0161*	0.0026	6.0321	0.0009
$\Delta KG (-1)$	-0.0439*	0.0052	-8.3093	0.0002
$\Delta KG (-2)$	-0.0116*	0.0029	-3.9635	0.0074
$\Delta \ddot{O}T$	0.0827*	0.0232	3.5643	0.0119
$ECM (-1)$	-1.4714*	0.1119	-13.1473	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
DV	-0.0987*	0.0288	-3.4213	0.0141
$BSSO$	-0.2304*	0.0327	-7.0391	0.0004
$M3PA$	0.1435*	0.0493	2.9120	0.0269
KG	0.0729*	0.0064	11.2553	0.0000
$\ddot{O}T$	0.2301*	0.0561	4.1022	0.0063
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (1,47)		Olasılık (0,47)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (3,90)		Olasılık (0,14)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (16,27)		Olasılık (0,75)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (1,59)		Olasılık (0,26)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 5.12'de gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL(3,3,3,3,1) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.



Kısa dönem sonuçlarına göre, devlet tahvilleri değişkeni katsayısı (0.0017) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlı değildir. Devlet tahvilleri değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.1576) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Devlet tahvilleri değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.0860) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu değişkeni katsayısı (-0.0508) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.1405) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.0554) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, M3 para arzı değişkeni katsayısı (-0.1695) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.4499) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.2642) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, kamu gelirleri değişkeni katsayısı (0.016156) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kamu gelirleri değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0439) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kamu gelirleri değişkenine ait ikinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0116) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, özel tüketim değişkeni katsayısı (0.0827) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.4714) negatif işaretli olup istatikselsel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006:339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %147.14 oranında giderilmektedir.



Tablo 5.12'de yer alan Model 5'e ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar *t*-istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Tablo 5.12'deki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:

$$ENF = 1.751236 - 0.098763*DV - 0.230474*BSSO + 0.143596*M3PA + 0.072994*KG + 0.230174*ÖT$$

Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.09 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.23 birim azaltmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.14 birim artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden kamu gelirlerinin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.07 birim artırmaktadır. Ayrıca, özel tüketimin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.23 birim artırmaktadır.

Model tahmin sonuçlarına göre enflasyon ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 5.13'te yer almaktadır.

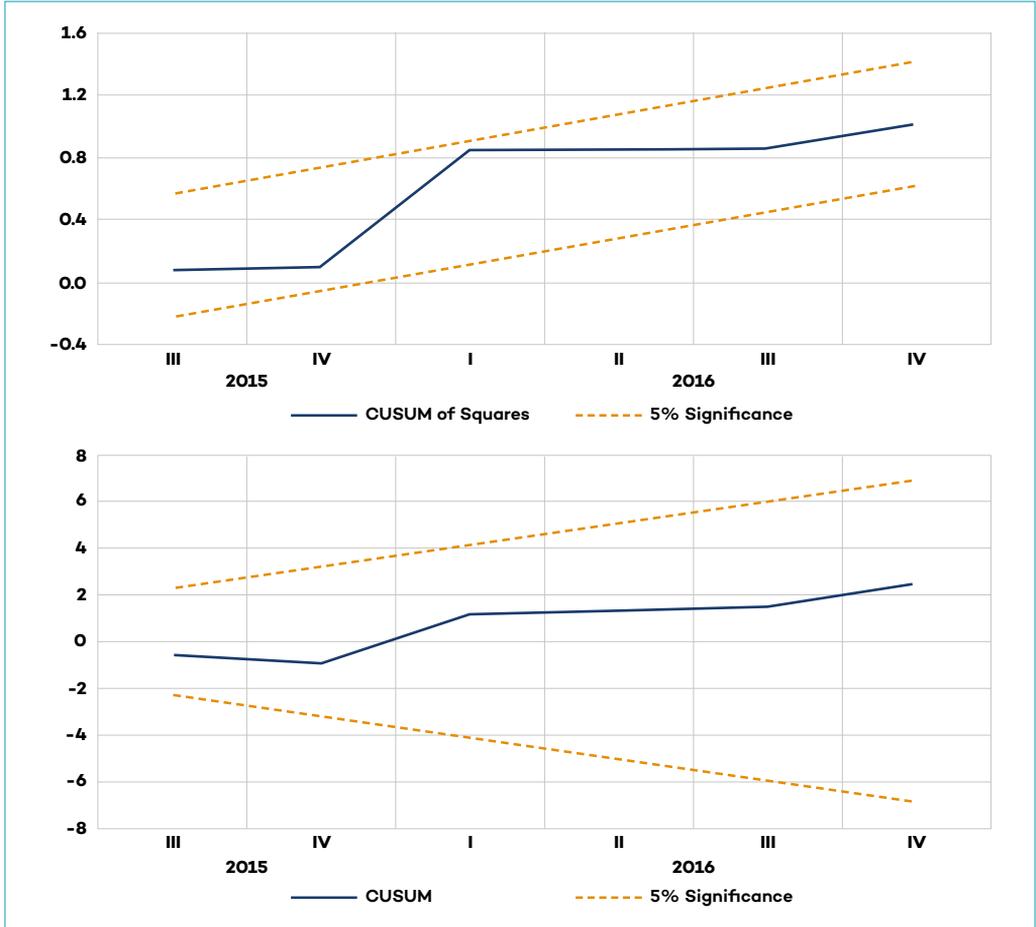
Tablo 5.13. Enflasyon İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 5)

	İstatiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Devlet Tahvillerinin Devlet Tarafından Sertifika/Senet İhraçları Aracılığıyla Gerçekleştirilen Toplam Net Borçlanmaya Oranı	Anlamlı	Negatif
Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Artış Oranı	Anlamlı	Negatif
M3 Para Arzı Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
Kamu Gelirleri Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
Özel Tüketim Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif



ARDL (3,3,3,3,1) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 5.2'de yer almaktadır.

Grafik 5.2. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 5)



Grafik 5.2'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (3,3,3,3,1) modelinde yapısal kırılma yoktur.

5.1.1.3.2.3. Model 5 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da devlet tahvillerinin ihracındaki artış enflasyon oranını azaltmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşu-



munda gerçekleşen artış enflasyon oranını azaltmakta, M3 para arzındaki artış, kamu gelirlerindeki artış ve özel tüketimdeki artış enflasyon oranını artırmaktadır. Model 5 tahmin sonuçlarından devlet tahvillerinin enflasyona negatif etkisi, Shazali (2018) ve Kapingura vd. (2015) çalışmalarıyla uyumludur.

5.1.2. Ekonomik Büyüme ile Faizsiz Finansman Aracı (Kamu Yatırım Sertifikaları) ve Faizli Borçlanma (Devlet Tahvilleri) Aracı Arasındaki İlişki

5.1.2.1. Arka Plan Bilgisi

Ekonomik büyüme dünya genelinde ekonomi politikalarının en önemli amaçlarından bir tanesidir. Ekonomik büyüme; üretim faktörlerine (emek, sermaye, doğal kaynaklar (arazi, toprak vb.) ve girişimcilik), teknolojik gelişmeye, toplam faktör verimliliğine, beşeri sermayeye, yatırımlara, demografik koşullara, sosyo-politik ve kurumsal faktörler olmak üzere birçok değişkene bağlıdır (Çiçek vd., 2010:144).

Devletler tarafından borçlanma araçlarıyla sağlanan finansman verimli yatırımlara ve üretime kanalize edilmesi durumunda yeni istihdam olanakları da oluşturarak ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacaktır. Ancak, borçlanmayla ekonomik büyümeye sürdürülebilir bir katkı sunulabilmesi için yatırımların getirisinin borçlanmanın maliyetinden daha fazla olması gerekmektedir (a.g.e., 2010:143).

Devletler tarafından ihraç edilen faizli borçlanma araçlarına karşı alternatif olarak kullanılmaya ve dünya genelinde yaygınlık kazanmaya başlayan faizsiz finansman araçlarının ekonomik büyümeye etkisi de merak konusudur. Bu bağlamda, son dönemde konuyla ilgili bilimsel çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Reel bir varlığa dayanan ya da ticari bir işleme konu olan faizsiz finansman araçlarının ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacağı öngörülmektedir. Nitekim; Kartini ve Milawati (2020), Ledhem (2020), Mitsaliyandito ve Arundina (2018), Smaoui ve Nechi (2017) çalışmalarında faizsiz finansman aracı sukukun ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu bilimsel olarak ortaya koymuştur.



Çalışmanın bu bölümünde, Malezya tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları (Government Investment Issue (GII)) ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) ekonomik büyümeye etkisi 2009 (2.çeyrek) – 2016 (4. çeyrek) dönemi veri seti kullanılarak ve ekonometrik analizde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin edilecektir. Bu bölüm; literatür taraması, veri seti ve yöntem ile tahmin sonuçlarından oluşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünün; yıllar itibarıyla seçilen dönem, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, regresyon modelinde yer alacak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenler ve tahmin edilecek ilişki sebebiyle literatüre katkı sunacağı düşünülmektedir.

5.1.2.2. Literatür Taraması

Malezya tarafından ihraç edilen faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye etkisini ampirik olarak karşılaştıran bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Ancak, kamu yatırım sertifikaları ile İslami prensiplere uyum açısından benzerlik gösteren sukuk ile tahvillerin büyümeye etkisini tahmin eden uluslararası literatürde bazı çalışmalar mevcuttur.

Kartini ve Milawati (2020) çalışmasında sukuk ve tahvilin ekonomik büyümeye olan etkisini 2011-2019 dönemi için Endonezya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde ARDL Sınır Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda uzun dönemde sukukun ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, tahvilin ise olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Ledhem (2020) çalışmasında sukuk finansmanının ekonomik büyümeye olan etkisini 2013 (4.Çeyrek) - 2019 (3.Çeyrek) dönemi için Güneydoğu Asya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk finansmanının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir.

Mitsaliyandito ve Arundina (2018) çalışmasında sukuk ve tahvilin ekonomik büyümeye etkisini 2009-2016 dönemi için Endonezya'ya yönelik çey-



rek yıllık veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Vektör Otoregresyon, Granger Nedensellik Testi, Varyans Ayrıştırması ve Dürtü Yanıtı Fonksiyonu uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sadece devlet tarafından ihraç edilen ve reel ekonomik bir varlığa/faaliyete dayanan sukukun ekonomik büyümeye pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Smaoui ve Nechi (2017) çalışmasında sukuk piyasasının gelişiminin ekonomik büyümeye etkisini 1995-2015 dönemi için sukuk ihraç eden ülkelere yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk piyasası gelişiminin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir.

Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014) çalışmasında tahvil piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1995-2012 dönemi için Güney Afrika'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Engle-Granger Eşbütünleşme Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda tahvil piyasası gelişiminin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir.

Said ve Grassa (2013) çalışmasında sukuk piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 2003-2012 dönemi için sukuk ihraç eden ülkelere yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Hausman Testi uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda sukuk piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Ndinda (2012) çalışmasında devlet tahvil ihraçları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 2003-2011 dönemi için Kenya'ya yönelik veri seti kullanarak ve ekonometrik analizinde Varyans Analizi (ANOVA) uygulayarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda devletin tahvil ihraçlarındaki artışın ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir.

Literatürde yapılmış çalışmalar göz önüne alındığında, 2009 (2.çeyrek) - 2016 (4.çeyrek) dönemi Malezya örneğinde faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları (Government Investment Issue (GII)) ile faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) ekonomik büyümeye etkisini ampirik olarak karşılaştıran bir çalış-



maya rastlanılmamıştır. Bu açıdan, çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yukarıda açıklamaları verilen literatüre ilişkin özet Tablo 5.14'te yer almaktadır.

Tablo 5.14. Literatür Taraması

Yazar	Veri Seti	Yöntem	Sonuç
Kartini ve Milawati (2020)	2011-2019 Dönemi Endonezya	ARDL Sınır Testi	Uzun dönemde sukukun ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, tahvilin ise olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.
Ledhem (2020)	2013 (4.Çeyrek)-2019 (3.Çeyrek) Dönemi için Güneydoğu Asya	Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)	Sukuk finansmanı ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.
Mitsaliyandito ve Arundina (2018)	2009-2016 Dönemi Endonezya	Vektör Otoregresyon, Granger Nedensellik Testi, Varyans Ayrıştırması ve Dürtü Yanıtı Fonksiyonu	Sadece devlet tarafından ihraç edilen ve reel ekonomik bir varlığa/ faaliyete dayanan sukuk ekonomik büyümeye pozitif etki etmektedir.
Smaoui ve Nechi (2017)	1995-2015 Dönemi Sukuk İhraç Eden Ülkeler	Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)	Sukuk piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır.
Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014)	1995-2012 Dönemi Güney Afrika	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi	Tahvil piyasası gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır.
Said ve Grassa (2013)	2003-2012 Dönemi Sukuk İhraç Eden Ülkeler	Hausman Test	Sukuk piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır.
Ndinda (2012)	2003-2011 Dönemi Kenya	Varyans Analizi (ANOVA)	Devletin tahvil ihraçlarındaki artış ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.

5.1.2.3. Veri Seti ve Yöntem

5.1.2.3.1. Model 6

Bu kısımda, Malezya için 2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek) döneminde hükümetin faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarının (Government Investment Issue (GII)) GSYİH büyüme oranına etkisi ARDL Sınır Testi yar-



dımıyla araştırılmaktadır. Model 6'da yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır. Model 6 şu şekildedir:

Model 6

$$BYM_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 KYS_{(t)} + \beta_2 BSSO_{(t)} + \beta_3 IHR_{(t)} + \beta_4 M3PA_{(t)} + \beta_5 TB_{(t)} + \varepsilon_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 5.15'te yer almaktadır.

Tablo 5.15. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 6)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
BYM	Bağımlı Değişken	Büyüme oranını göstermektedir.
KYS	Bağımsız Değişken	Kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya ⁵ oranını göstermektedir.
BSSO	Bağımsız Değişken	Brüt sabit sermaye oluşumu artış oranını göstermektedir.
IHR	Bağımsız Değişken	İhracattaki artış oranını göstermektedir.
M3PA	Bağımsız Değişken	M3 para arzı artış oranını göstermektedir.
TB	Bağımsız Değişken	Toplam borçlanmanın GSYİH'e oranını göstermektedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin çeyreklik veriler Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) internet sitesinde yer alan çeyrek dönemlik ekonomik bültenlerden elde edilmiştir.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Kamu yatırım sertifikalarının ekonomik büyümeye etkisi, sertifika ihraçlarının reel bir ekonomik faaliyete ya da varlığa dayanması ve yatırımları teşvik etmesi sebebiyle pozitif olacağı yönündedir. Nitekim; Kartini ve Milawati (2020), Ledhem (2020), Mitsaliyandito ve Arundina (2018), Smaoui ve Nechi (2017) çalışmalarında etki yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

⁵ Government Securities Net Total = GII + MGS – Total Redemptions



Brüt sabit sermaye oluşumunun ekonomik büyümeye etkisi, üretime katkı sunacak sabit sermaye malları⁶ yatırımlarının ekonomiye olumlu katkı vermesi sebebiyle pozitif olacağı yönündedir. Nitekim Doru ve Dabakoğlu (2021) çalışmasında etki yönü pozitif olarak bulgulanmıştır.

İhracatın ekonomik büyümeye etkisi; ihracattaki artışın üretimde artışa, döviz gelirlerindeki artışa, yatırımların teşvikine ve istihdam artışına sebebiyet vermesi açısından pozitif olacağı yönündedir (Ağayev, 2011:241). Nitekim Harold (2018) çalışmasında etki yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

M3 para arzı arttıkça piyasada para miktarı artacağı için talep kanunu gereği daha düşük faiz oranından borçlanabilmek mümkün olacak, kısa vadede bu durum bankaların verdiği kredi hacmini artırarak tüketim oranını artıracak ve nihai olarak GSYİH artarak ekonomik büyümenin pozitif etkileneceği beklenmektedir (Ross, 2022). Nitekim Siyasanga and Hlalefang (2017) çalışmasında etki yönünü pozitif olarak bulgulanmıştır.

Toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye etkisi; borçlanmayla sağlanan finansmanın üretken yatırım sektörlerine aktarılması durumunda pozitif iken, borç servisi ve verimsiz sektörler aktarılması durumunda negatif olarak beklenmektedir. Bu bağlamda, teoride net bir etkiden bahsedilememektedir. Nitekim literatürde farklı yaklaşımlar söz konusudur. Örneğin, Spilioti (2015) çalışmasına göre kamu borcu ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, Balassone vd. (2011) çalışmasına göre kamu borcu ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca, Puente-Avojin ve Sanso-Navarro (2015) çalışmasında ise kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensel ilişki tespit edememiştir.

5.1.2.3.1.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri” alt başlığına bakılabilir.

⁶ Araçlar, ekipmanlar, makineler vb.



Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 5.16 ve Tablo 5.17'de Model 6'da yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.16. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 6)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-4.9882	0.0003	Yok	Düzye	-2.9639
KYS	-5.2939	0.0002	Yok	Düzye	-2.9639
BSSO	-2.9322	0.0535	Var	Düzye	-2.9639
D (BSSO)	-4.4352	0.0018	Yok	1. Derece Fark	-2.9810
IHR	-3.8161	0.0070	Yok	Düzye	-2.9639
M3PA	-0.9444	0.7596	Var	Düzye	-2.9639
D (M3PA)	-3.7126	0.0100	Yok	1. Derece Fark	-2.9810
TB	-1.2778	0.6241	Var	Düzye	-2.9810
D (TB)	-3.2778	0.0266	Yok	1. Derece Fark	-2.9810

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
 Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.
 Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.16'daki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "KYS" ve "IHR" serileri düzeyde (I(0)) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "BSSO", "M3PA" ve "TB" serileri düzeyde (I(0)) durağan değilken, 1.derece farkları (I(1)) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının (I(1)) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, I(1)'de



t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

Tablo 5.17. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 6)

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t -istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-3.7201	0.0091	Yok	Düzeyde	-2.9677
KYS	-5.3160	0.0001	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9726	0.0491	Yok	Düzeyde	-2.9639
IHR	-3.8222	0.0069	Yok	Düzeyde	-2.9639
M3PA	-1.1814	0.6691	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-4.5473	0.0011	Yok	1. Derece Fark	-2.9677
TB	-7.038907	0.0000	Yok	Düzeyde	-2.9639

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.

Tablo 5.17'de verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde ($I(0)$) durağandır. Bağımsız değişkenler, "KYS", "BSSO", "IHR" ve "TB" serileri düzeyde ($I(0)$) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "M3PA" serisi düzeyde durağan değilken, 1.derece farkı ($I(1)$) alınca seri durağan hale gelmiştir. Yani serinin 1.derecede farklarının ($I(1)$) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.



5.1.2.3.1.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (7) nolu denklemlerle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned} \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (\text{KYS})_{(t-i)} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\text{TB})_{(t-i)} + \\ & + \lambda_1 (\text{BYM})_{(t-1)} + \lambda_2 (\text{KYS})_{(t-1)} + \lambda_3 (\text{BSSO})_{(t-1)} + \\ & \lambda_4 (\text{IHR})_{(t-1)} + \lambda_5 (\text{M3PA})_{(t-1)} + \lambda_6 (\text{TB})_{(t-1)} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

7

(7) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri $I(1)$ üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m, n, p, q, r, s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (8) nolu denklemlerle şu şekilde gösterilmektedir:



Model 6: Büyüme oranı ile kamu yatırım sertifikaları, brüt sabit sermaye oluşumu, ihracat, M3 para arzı ve toplam borçlanma arasındaki ilişki:

$$\begin{aligned}
 \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (\text{KYS})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\text{TB})_{(t-i)} + \\
 & + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

8

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (\text{KYS})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\text{TB})_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_7 (\text{ECM})_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

9

Hata Düzeltme Modeli’nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(\text{ECM})_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).



5.1.2.3.1.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi'nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike⁷ bilgi kriterine göre maximum 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 5.18'de yer almaktadır:

Tablo 5.18. ARDL (2,2,2,1,2,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 6)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
13,10803	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 6'ya ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 5.19'da yer almaktadır:

⁷ Küçük örneklem gruplarında gerçeğe en yakın sonuçlar vermektedir (Zajic, 2019).

**Tablo 5.19. ARDL (2,2,2,1,2,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 6)**

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
Δ KYS	-0.0033	0.0227	-0.1488	0.8839
Δ KYS (-1)	-0.1378*	0.0323	-4.2562	0.0009
Δ BSSO	-0.0132	0.0163	-0.8105	0.4321
Δ BSSO (-1)	-0.0522*	0.0192	-2.7172	0.0176
Δ IHR	0.1613*	0.0168	9.5667	0.0000
Δ M3PA	-0.3009*	0.0487	-6.1790	0.0000
Δ M3PA (-1)	0.2297*	0.0495	4.6397	0.0005
Δ TB	-0.0103	0.0481	-0.2153	0.8329
ECM (-1)	-1.2256*	0.1174	-10.4353	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
KYS	0.2240*	0.0689	3.2506	0.0063
BSSO	0.0904*	0.0320	2.8197	0.0145
IHR	0.1878*	0.0240	7.8069	0.0000
M3PA	-0.0933	0.0447	-2.0859	0.0573
TB	-0.1318	0.1612	-0.8177	0.4282
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,46)		Olasılık (0,79)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (4,16)		Olasılık (0,12)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (17,01)		Olasılık (0,31)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (4,62)		Olasılık (0,0527)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 5.19'da gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.



Kısa dönem sonuçlarına göre, kamu yatırım sertifikaları değişkeni katsayısı (-0.0033) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kamu yatırım sertifikaları değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.1378) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu değişkeni katsayısı (-0.0132) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayısı (-0.0522) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, ihracat değişkeni katsayısı (0.1613) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, M3 para arzı değişkeni katsayısı (-0.3009) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.2297) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, toplam borçlanma değişkeni katsayısı (-0.0103) (%5) anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.2256) negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecekteki dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006:339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %122.56 oranında giderilmektedir.

Tablo 5.19'da yer alan Model 6'ya ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar t -istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde KYS, BSSO ve IHR değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlıyken, M3PA ve TB değişkenleri için anlamlı değildir. Tablo 5.19'daki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:



$$BYM = 14.01144 + 0.224006 * KYS + 0.090410 * BSSO + 0.187823 * IHR - 0.093339 * M3PA - 0.131888 * TB$$

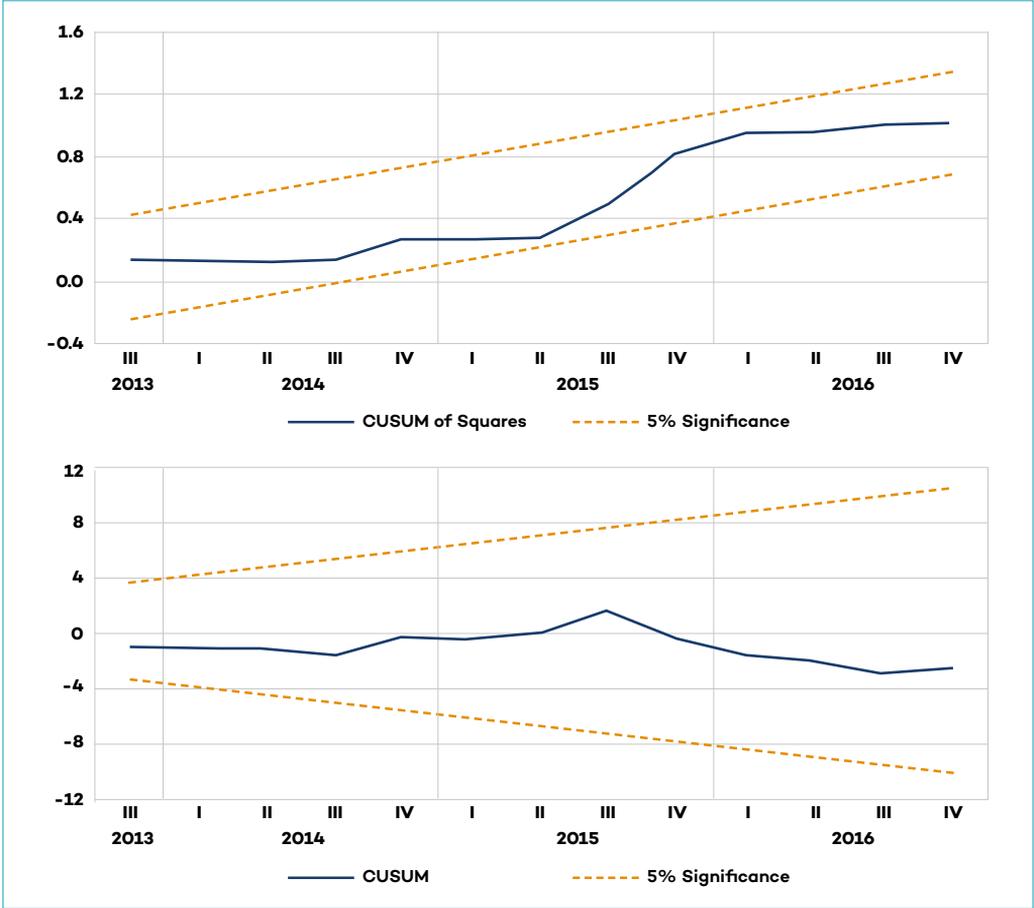
Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.22 birim artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.09 birim artırmaktadır. İhracatın artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.18 artırmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.09 birim azaltmaktadır. Ayrıca, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranındaki 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.13 azaltmaktadır. Ancak, M3 para arzı ve toplam borçlanma değişkeninin katsayıları %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model tahmin sonuçlarına göre ekonomik büyüme ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 5.20'de yer almaktadır.

Tablo 5.20. Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 6)

	İstatistiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Kamu Yatırım Sertifikalarının Devlet Tarafından Sertifika/Senet İhraçları Aracılığıyla Gerçekleştirilen Toplam Net Borçlanmaya Oranı	Anlamlı	Pozitif
Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
İhracattaki Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
M3 Para Arzı Artış Oranı	Anlamlı Değil	Negatif
Toplam Borçlanmanın GSYİH'e Oranı	Anlamlı Değil	Negatif

ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 5.3'te yer almaktadır.


Grafik 5.3. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 6)


Grafik 4.3'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (2,2,2,1,2,1) modelinde yapısal kırılma yoktur.

5.1.2.3.1.3. Model 6 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da kamu yatırım sertifikalarının ihracındaki artış ekonomik büyüme oranını artırmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız / kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda ve ihracatta gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta, M3 para arzında ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artış ekonomik büyüme oranını azaltmaktadır. M3 para arzı ve top-



lam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artışın ekonomik büyümeye etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Model 6 tahmin sonuçlarından kamu yatırım sertifikalarının ekonomik büyümeye pozitif etkisi; Kartini ve Milawati (2020), Ledhem (2020), Mitsaliyandito ve Arundina (2018), Smaoui ve Nechi (2017) çalışmalarıyla uyumludur.

5.1.2.3.2. Model 7

Bu kısımda, Malezya için 2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek) döneminde hükümetin faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin (Malaysian Government Securities (MGS)) GSYİH büyüme oranına etkisi ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmaktadır. Model 7'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminde daha önce yapılmış teorik ve ampirik bilimsel çalışmalar göz önüne alınmıştır.

Model 7

$$BYM_{(t)} = \alpha_0 + \beta_1 DV_{(t)} + \beta_2 BSSO_{(t)} + \beta_3 IHR_{(t)} + \beta_4 M3PA_{(t)} + \beta_5 TB_{(t)} + e_t$$

Modeldeki değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler Tablo 5.21'de yer almaktadır.

Tablo 5.21. Modeldeki Değişkenlere İlişkin Açıklayıcı Bilgiler (Model 7)

	Bağımlı/Bağımsız Değişken	Açıklama
BYM	Bağımlı Değişken	Büyüme oranını göstermektedir.
DV	Bağımsız Değişken	Devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya ⁸ oranını göstermektedir.
BSSO	Bağımsız Değişken	Brüt sabit sermaye oluşumu artış oranını göstermektedir.
IHR	Bağımsız Değişken	İhracattaki artış oranını göstermektedir.
M3PA	Bağımsız Değişken	M3 para arzı artış oranını göstermektedir.
TB	Bağımsız Değişken	Toplam borçlanmanın GSYİH'e oranını göstermektedir.

⁸ Government Securities Net Total = GII + MGS – Total Redemptions



Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin çeyreklik veriler Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) internet sitesinde yer alan çeyrek dönemlik ekonomik bültenlerden elde edilmiştir.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aralarındaki ilişkiye ilişkin hususlar ise şu şekildedir:

Devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye etkisi, tahvil ihraçlarıyla elde edilen fonlar üretken yatırımlar için kullanılırsa olumlu, cari harcamalar ya da önceki borçların ödenmesi gibi üretken olmayan harcamalar için kullanılırsa olumsuz olacağı yönündedir (Dura, 2013). Bu bağlamda, teoride net bir etkiden bahsedilememektedir. Nitekim literatürde farklı yaklaşımlar söz konusudur. Kartini ve Milawati (2020) çalışmasına göre devlet tahvilleri ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014) ve Ndinda (2012) çalışmalarına göre tahvil piyasası ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.

Brüt sabit sermaye oluşumunun ekonomik büyümeye etkisi, üretime katkı sunacak sabit sermaye malları⁹ yatırımlarının ekonomiye olumlu katkı vermesi sebebiyle pozitif olacağı yönündedir. Nitekim Doru ve Dabakoğlu (2021) çalışmasında etki yönü pozitif olarak bulgulanmıştır.

İhracatın ekonomik büyümeye etkisi; ihracattaki artışın üretimde artışa, döviz gelirlerindeki artışa, yatırımların teşvikine ve istihdam artışına sebebiyet vermesi açısından pozitif olacağı yönündedir (Ağayev, 2011:241). Nitekim Harold (2018) çalışmasında etki yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

M3 para arzı arttıkça piyasada para miktarı artacağı için talep kanunu gereği daha düşük faiz oranından borçlanabilmek mümkün olacak, kısa vadede bu durum bankaların verdiği kredi hacmini artırarak tüketim oranını artıracak ve nihai olarak GSYİH artarak ekonomik büyümenin pozitif etkileneceği beklenmektedir (Ross, 2022). Nitekim Siyasanga and Hlalefang (2017) çalışmasında etki yönünü pozitif olarak bulgulanmıştır.

9 Araçlar, ekipmanlar, makineler vb.



Toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye etkisi; borçlanmayla sağlanan finansmanın üretken yatırım sektörlerine aktarılması durumunda pozitif iken, borç servisi ve verimsiz sektörlerle aktarılması durumunda negatif olarak beklenmektedir. Bu bağlamda, teoride net bir etkiden bahsedilememektedir. Nitekim literatürde farklı yaklaşımlar söz konusudur. Örneğin; Spilioti (2015) çalışmasına göre kamu borcu ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, Balassone vd. (2011) çalışmasına göre kamu borcu ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca, Puente-Avojin ve Sanso-Navarro (2015) çalışmasında ise kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensel ilişki tespit edememiştir.

5.1.2.3.2.1. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin yapılma amacına ve hangi hipotezlerin test edildiğine ilişkin bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde “4.1.1.3.1.1. Birim Kök Testleri” alt başlığına bakılabilir.

Çalışma kapsamında birim kök testi olarak, Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile Philips-Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips-Perron testi uygulanacaktır. Tablo 5.22 ve Tablo 5.23'te Model 7'de yer alan değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları yer almaktadır.




Tablo 5.22. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 7)

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-4.9882	0.0003	Yok	Düzeyde	-2.9639
DV	-5.1704	0.0002	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9322	0.0535	Var	Düzeyde	-2.9639
D (BSSO)	-4.4352	0.0018	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
IHR	-3.8161	0.0070	Yok	Düzeyde	-2.9639
M3PA	-0.9444	0.7596	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-3.7126	0.0100	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
TB	-1.2778	0.6241	Var	Düzeyde	-2.9810
D (TB)	-3.2778	0.0266	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre. Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır. Not2: ADF birim kök testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.					

Tablo 5.22'deki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p -değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde ($I(0)$) durağandır. Bağımsız değişkenlerden "DV" ve "IHR" serileri düzeyde ($I(0)$) durağandır. Bağımsız değişkenlerden BSSO, M3PA ve TB serileri düzeyde ($I(0)$) durağan değilken, 1.derece farkları ($I(1)$) alınınca seriler durağan hale gelmiştir. Yani serilerin 1.derecede farklarının ($I(1)$) alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t -istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p -değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

Phillips-Perron birim kök test sonuçları ise şu şekildedir:

**Tablo 5.23. Phillips-Perron Birim Kök Testi İstatistiği Sonuçları (Model 7)**

Phillips-Perron Test İstatistiği					
Değişkenler	t-istatistik değeri	Olasılık Değeri (Probability Value*)	Birim Kök (Unit Root)	Test Seviyesi	Test Kritik Değerleri (%5)
BYM	-4.9882	0.0003	Yok	Düzeyde	-2.9639
DV	-5.1704	0.0002	Yok	Düzeyde	-2.9639
BSSO	-2.9322	0.0535	Var	Düzeyde	-2.9639
IHR	-3.8161	0.0070	Yok	Düzeyde	-2.9639
M3PA	-0.9444	0.7596	Var	Düzeyde	-2.9639
D (M3PA)	-3.7126	0.0100	Yok	1.Derece Fark	-2.9810
TB	-1.2778	0.6241	Var	Düzeyde	-2.9810

*MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre.
Not1: Tabloda %5 anlamlılık düzeyine göre bilgiler yer almaktadır.

Tablo 5.23'teki verilere göre yüzde %5 ($\alpha=0.05$) anlamlılık düzeyinde t istatistik değeri, test kritik değeri ve olasılık değeri (p-değeri) göz önüne alındığında, bağımlı değişken "BYM" serisi düzeyde $I(0)$ durağandır. Bağımsız değişkenler "DV", "BSSO", "IHR" ve "TB" serileri düzeyde $I(0)$ durağandır. Bağımsız değişkenlerden "M3PA" serisi düzeyde durağan değilken, 1.derece farkı $I(1)$ alınınca seri durağan hale gelmiştir. Yani serinin 1.derecede farklarının $I(1)$ alınmasıyla seride birim kök olduğunu öne süren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bir başka anlatımla, $I(1)$ 'de t-istatistik değerleri MacKinnon (1996) test kritik değerlerinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmekte ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca, $I(1)$ 'de olasılık değerlerinin (p-değeri) 0.05 (%5)'ten küçük olması analizi doğrulamaktadır.

5.1.2.3.2.2. ARDL Sınır Testi

ARDL Sınır Testi aracılığıyla uzun dönemde eşbütünleşme analizine ilişkin açıklayıcı nitelikteki bilgiler mükerrerlik olmaması açısından burada tekrarlanmayacaktır. Detaylar için bir önceki bölümde "4.1.1.3.1.2. ARDL Sınır Testi" alt başlığına bakılabilir.



Çalışma kapsamında sabit ve kısıtsız ARDL modeli aşağıda yer alan (10) nolu denklemle gösterilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta (\text{DV})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \beta_{4i} \Delta (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \beta_{5i} \Delta (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \beta_{6i} \Delta (\text{TB})_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_1 (\text{BYM})_{(t-1)} + \lambda_2 (\text{DV})_{(t-1)} + \lambda_3 (\text{BSSO})_{(t-1)} + \\
 & \lambda_4 (\text{IHR})_{(t-1)} + \lambda_5 (\text{M3PA})_{(t-1)} + \lambda_6 (\text{TB})_{(t-1)} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

10

(10) nolu ARDL modeli denkleminde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığını inceleyen sıfır hipotezi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki yoktur.)

$$H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$$

(Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki vardır.)

Modelin tahmin edilmesi sonucunda hesaplanan ve modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F istatistik değeri 1 (1) üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında uzun dönemde bir denge ilişkisinin varlığı kabul edilir ve H_0 hipotezi reddedilir. Uzun dönem ilişkisinin varlığı tahmin edildikten sonra değişkenlere ilişkin uzun dönem katsayılarının tahmin edilebilmesi için ARDL (m,n,p,q,r,s) modeli oluşturulmaktadır. Bu model ise (11) nolu denklemle şu şekilde gösterilmektedir:

Model 7: Büyüme oranı ile devlet tahvilleri, brüt sabit sermaye oluşumu, ihracat, M3 para arzı ve toplam borçlanma arasındaki ilişki



$$\begin{aligned}
 \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} (\text{DV})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} (\text{TB})_{(t-i)} + \\
 & + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

11

Modeldeki değişkenlerin kısa dönem katsayıları ise ARDL Sınır Testi yaklaşımına dayanan “ECM (Error Correction Model)” ya da diğer adıyla “Hata Düzeltme Modeli” aracılığıyla tahmin edilmektedir:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{BYM}_{(t)} = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta (\text{BYM})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta (\text{DV})_{(t-i)} + \\
 & \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta (\text{BSSO})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^q \lambda_{4i} \Delta (\text{IHR})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^r \lambda_{5i} \Delta (\text{M3PA})_{(t-i)} + \sum_{i=0}^s \lambda_{6i} \Delta (\text{TB})_{(t-i)} + \\
 & + \lambda_7 (\text{ECM})_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

12

Hata Düzeltme Modeli’nde yer alan değişkenlere ilişkin katsayılar kısa dönem katsayılarını göstermektedir. Modelde yer alan $(\text{ECM})_{t-1}$ kısa dönemde meydana gelen şoklar nedeniyle dengeden sapmaların uzun dönem dengesine uyarlanabilme hızını ifade etmektedir (Frimpong and Oteng-Abayie, 2006:10). λ_7 katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretliyse uzun dönem değerlerine uyarlanabilmektedir (Pesaran vd., 2001).

5.1.2.3.2.2.1. ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Sınır Testi’nde modelde yer alan değişkenler $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğundan modelin anlamlılığına ilişkin alt kritik değer ve üst kritik değer mezkûr dereceden entegre yani düzeyde durağanlaşmış ya da birinci farkı alınarak



durağanlaşmış zaman serilerine göre verilmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre hesaplanan F -testinin istatistiksel değeri $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyükse model bütüncül olarak anlamlı ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değeri ($I(0)$) ile üst sınır kritik değeri ($I(1)$) arasında yer alıyorsa modelin anlamlılığına ilişkin kesin bir yorum yapılamamaktadır. F -testinin hesaplanan istatistiksel değeri alt sınır kritik değerinden ($I(0)$) düşükse model bütüncül olarak anlamsız ve uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Akaike bilgi kriterine göre maximum 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak seçilen ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları Tablo 5.24'te yer almaktadır:

Tablo 5.24. ARDL (2,2,2,1,2,1) Model Sınır Testi Sonuçları (Model 7)

F - istatistik değeri	Anlamlılık Düzeyi	I (0) (alt sınır)	I (1) (üst sınır)
14,91951	%5	3,125	4,608

Tabloda gösterilen F -testi istatistik değeri yüzde %5 anlamlılık düzeyinde $I(1)$ üst sınır kritik değerinden büyük olduğu için modelde uzun dönemde değişkenlere ait zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Model 7'ye ilişkin kısa ve uzun dönem sonuçları Tablo 5.25'te yer almaktadır:



**Tablo 5.25. ARDL (2,2,2,1,2,1) Modelinin Kısa ve Uzun Dönem Sonuçları (Model 7)**

Kısa Dönem Sonuçları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
ΔDV	-0.0044	0.0145	-0.3058	0.7646
$\Delta DV (-1)$	-0.0930*	0.0206	-4.5127	0.0006
$\Delta BSSO$	-0.0133	0.0152	-0.8741	0.3979
$\Delta BSSO (-1)$	-0.0506*	0.0177	-2.8570	0.0135
ΔIHR	0.1547*	0.0159	9.6950	0.0000
$\Delta M3PA$	-0.3065*	0.0456	-6.7201	0.0000
$\Delta M3PA (-1)$	0.2099*	0.0465	4.5138	0.0006
ΔTB	-0.0063	0.0442	-0.1435	0.8880
ECM (-1)	-1.2399*	0.1113	-11.1331	0.0000
Uzun Dönem Sonuçları				
KYS	0.151935*	0.041973	3.619869	0.0031
BSSO	0.086278*	0.029634	2.911490	0.0121
IHR	0.182562*	0.022255	8.203037	0.0000
M3PA	-0.087038	0.041238	-2.110608	0.0547
TB	-0.122316	0.147272	-0.830546	0.4212
Tanısal Testler				
Jarque-Berra Normallik Testi	JB (0,37)		Olasılık (0,82)	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	N*R-kare (5,55)		Olasılık (0,06)	
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi	N*R-kare (17,76)		Olasılık (0,27)	
Model Kurma Hatası Testi	Ramsey Reset (3,59)		Olasılık (0,08)	
*Katsayı değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.				

Tablo 5.25'te gösterilen tanısal test sonuçlarına göre ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin hata terimleri normal dağılımlı ve sabit varyanslı olup, hata terimleri arasında otokorelasyon ve model kurma hatası bulunmamaktadır.



Kısa dönem sonuçlarına göre, devlet tahvilleri değişkeni katsayısı (-0.0044) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Devlet tahvilleri değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0930) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu değişkeni katsayısı (-0.0133) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlı değildir. Brüt sabit sermaye oluşumu değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (-0.0506) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, ihracat değişkeni katsayısı (0.1547) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, M3 para arzı değişkeni katsayısı (-0.3065) %5 anlamlılık düzeyinde negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. M3 para arzı değişkenine ait birinci dereceden gecikme değerine ilişkin katsayı (0.209976) %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde, toplam borçlanma değişkeni katsayısı (-0.0063) %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Hata Düzeltme Modeli (ECM (-1)) katsayısı (-1.2399) negatif işaretli olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Hata Düzeltme Modeli katsayısı -1 ile -2 arasında olduğu için kısa dönemde yaşanacak şoklar nedeniyle meydana gelecek dengeden sapmalar uzun dönem dengesine monotik olarak değil denge etrafında dalgalanarak ve sönümlenerek (in a dampening manner) yakınsayacaktır (Narayan and Smyth, 2006 :339). Katsayı değerine göre dengeden sapmalar 1 dönem sonrasında %123.99 oranında giderilmektedir.

Tablo 5.25'te yer alan Model 7'ye ilişkin uzun dönem sonuçlarına göre bağımsız değişkenlere ilişkin katsayılar t -istatistik değeri ve olasılık değeri göz önüne alındığında %5 anlamlılık düzeyinde DV, BSSO ve IHR değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlıyken, M3PA ve TB değişkenleri için anlamlı değildir. Tablo 5.25'teki sonuçlara göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren denklem şu şekildedir:



$$BYM = 13.54742 + 0.151935 * DV + 0.086278 * BSSO + 0.182562 * IHR - 0.087038 * M3PA - 0.122316 * TB$$

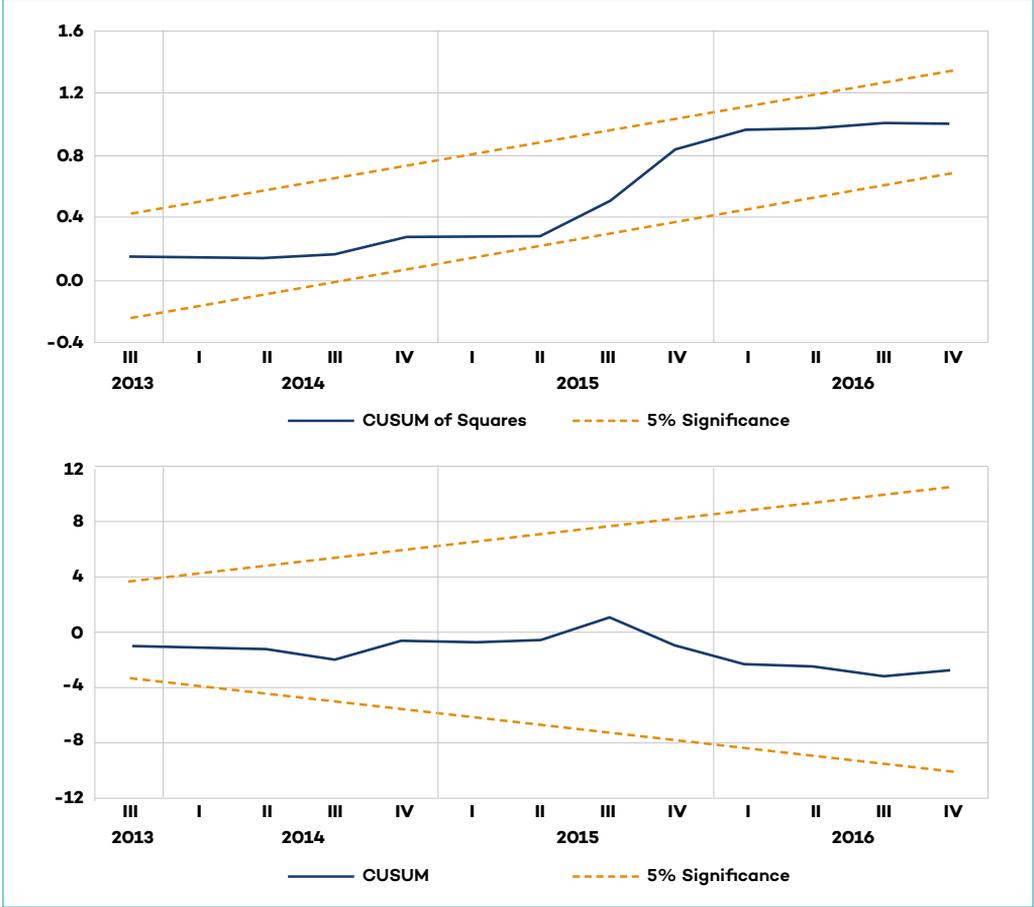
Model tahmin sonuçlarına göre belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihracıyla aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.15 birim artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.08 birim artırmaktadır. İhracatın artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.18 artırmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.08 birim azaltmaktadır. Ayrıca, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranındaki 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.12 azaltmaktadır. Ancak, M3 para arzı ve toplam borçlanma değişkeninin katsayıları %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model tahmin sonuçlarına göre ekonomik büyüme ile makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişki Tablo 5.26'da yer almaktadır.

Tablo 5.26. Ekonomik Büyüme İle Makro İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişki (Model 7)

	İstatistiksel Olarak Anlamlılık (%5)	Yön
Devlet Tahvillerinin Devlet Tarafından Sertifika/ Senet İhraçları Aracılığıyla Gerçekleştirilen Toplam Net Borçlanmaya Oranı	Anlamlı	Pozitif
Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
İhracattaki Artış Oranı	Anlamlı	Pozitif
M3 Para Arzı Artış Oranı	Anlamlı Değil	Negatif
Toplam Borçlanmanın GSYİH'e Oranı	Anlamlı Değil	Negatif

ARDL (2,2,2,1,2,1) modeline ilişkin CUSUM ve CUSUM of Squares yapısal kırılma testi sonuçları Grafik 5.4'te yer almaktadır.


Grafik 5.4. CUSUM ve CUSUM of Squares Test Sonuçları (Model 7)


Grafik 5.4'e göre test sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde güven aralığı içinde olduğu için ARDL (2,2,2,1,2,1) modelinde yapısal kırılma yoktur.

5.1.2.3.2.3. Model 7 Sonuçlarına İlişkin Değerlendirme

Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da devlet tahvilleri ihracındaki artış ekonomik büyüme oranını artırmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda ve ihracatta gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta, M3 para arzında ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artış ekonomik büyüme oranını azaltmaktadır. M3 para arzı ve toplam borçlan-



manın GSYİH oranında gerçekleşen artışın ekonomik büyümeye etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Model 7 tahmin sonuçlarından devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye pozitif etkisi, Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014) ile Ndinda (2012) çalışmalarıyla uyumludur.

5.2. MODEL 4,5,6,7 SONUÇLARINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

Bu çalışma kapsamında Model 4 ve Model 5'e ilişkin uzun dönem denge denklemleri şu şekilde oluşmuştur:

Model 4

$$ENF = 1.857606 - 0.151474 * KYS - 0.231686 * BSSO + 0.141096 * M3PA + 0.075381 * KG + 0.230447 * ÖT$$

Model 5

$$ENF = 1.751236 - 0.098763 * DV - 0.230474 * BSSO + 0.143596 * M3PA + 0.072994 * KG + 0.230174 * ÖT$$

Denklemlerden görüleceği üzere Model 4'te faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarının enflasyona negatif etkisi Model 5'te faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin enflasyona negatif etkisinden daha fazla gerçekleşmiştir. Model 4 ve Model 5 sonuçları değerlendirildiğinde enflasyonu azaltmak açısından faizsiz finansman aracı daha etkili olmuştur.

Kamu yatırım sertifikalarının ve devlet tahvillerinin enflasyona etkisi, devlet tarafından sertifika ve tahvil ihracı yoluyla piyasadaki para miktarı/liki-dite azalacağı için deflasyonist bir etki oluşacağı ve bu durumun ilk aşamada enflasyona negatif etki edeceği yönündedir (Sugözü ve Yiyit, 2010:371). Model 4 ve Model 5 tahmin sonuçları bu açıdan teoriyle uyumludur. Ayrıca, Model 4 ve Model 5 tahmin sonuçlarından kamu yatırım sertifikalarının ve devlet tahvillerinin enflasyona negatif etkisi, Shazali (2018) ve Kapingura vd. (2015) çalışmalarıyla uyumludur.

Bu çalışma kapsamında Model 6 ve Model 7'ye ilişkin uzun dönem denge denklemleri şu şekilde oluşmuştur:



Model 6

$$BYM = 14.01144 + 0.224006 * KYS + 0.090410 * BSSO + 0.187823 * IHR - 0.093339 * M3PA - 0.131888 * TB$$

Model 7

$$BYM = 13.54742 + 0.151935 * DV + 0.086278 * BSSO + 0.182562 * IHR - 0.087038 * M3PA - 0.122316 * TB$$

Denklemlerden görüleceği üzere Model 6'da faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarının ekonomik büyümeye pozitif etkisi Model 7'de faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye pozitif etkisinden daha fazla gerçekleşmiştir. Model 6 ve Model 7 sonuçları değerlendirildiğinde ekonomik büyümenin artması açısından faizsiz finansman aracı daha etkili olmuştur.

Kamu yatırım sertifikalarının ekonomik büyümeye etkisi, sertifika ihraçlarının reel bir ekonomik faaliyete ya da varlığa dayanması ve yatırımları teşvik etmesi sebebiyle pozitif olacağı yönündedir. Model 6 sonucu bu açıdan teoriyle uyumludur. Nitekim; Kartini ve Milawati (2020), Ledhem (2020), Mitsaliyandito ve Arundina (2018), Smaoui ve Nechi (2017) çalışmalarında etki yönü pozitif olarak tespit edilmiştir.

Devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye etkisi, tahvil ihraçlarıyla elde edilen fonlar üretken yatırımlar için kullanılırsa olumlu, cari harcamalar ya da önceki borçların ödenmesi gibi üretken olmayan harcamalar için kullanılırsa olumsuz olacağı yönündedir (Dura, 2013). Bu bağlamda, teoride net bir etkiden bahsedilememektedir. Model 7 sonucu göz önüne alındığında tahvil ihraçlarının ekonomik büyümeye pozitif etkisi teorik çerçeve içinde yer almaktadır. Nitekim, Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014) ile Ndinda (2012) çalışmalarına göre tahvil piyasası ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.

Model 4 ve 5 ile Model 6 ve 7 sonuçları birlikte değerlendirildiğinde faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikaları faizli borçlanma aracı devlet tahvillerine göre ekonomiye daha yararlıdır.



SONUÇ VE ÖNERİLER



SONUÇ VE ÖNERİLER

Hazinenin borçlanması bir ülkenin makro iktisadi dengeleri açısından son derece önemlidir. Hazine tarafından gerçekleştirilen borçlanma ekonomide yer alan birçok makro iktisadi değişkeni gerek finansmanın elde edilmesiyle gerekse de borcun anapara ve faizinin ödenmesi aşamasında etkilemektedir. Literatürde de sıklıkla rastladığımız bu değişkenler arasında gelir dağılımı eşitsizliği, cari açık, büyüme, enflasyon vb. gösterilebilmektedir.

Çalışma kapsamında Hazine'nin borç faiz ödemeleri ile makro iktisadi değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme (cointegration) ilişkisi 2001 yılında Pesaran, Shin ve Smith tarafından geliştirilen ARDL (Autoregressive¹ Distributed Lag Bound Test²) Sınır Testi yaklaşımı ile tahmin edilmiştir.

Model 1 tahmin sonuçlarına göre Türkiye örnekleminde belirtilen dönemde (1989-2019), borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini değerini yüzde 0.08 oranında artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini değerini yüzde 0.06 oranında azaltmaktadır. Vergi gelirlerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış ise gini değerini yüzde 0.27 oranında artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden kamu harcamalarının GSYİH'e oranında gerçekleşen yüzde 1 birimlik artış gini değerini yüzde 0.25 oranında azaltmaktadır. Kişi başına düşen milli gelirdeki yüzde

1 Bağımlı değişken açıklanırken, bağımsız değişkenler arasında bağımlı değişkenin geçmiş değerleri de yer alır.

2 Gecikmesi Dağıtılmış Ototegresif Sınır Testi



1 birimlik artış ise gini değerini yüzde 0.25 oranında azaltmaktadır. Ayrıca, enflasyon oranında yüzde 1 oranında gerçekleşen artış gini değerini yüzde 0.02 oranında azaltmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Türkiye’de borç faiz ödemelerindeki artış gelir dağılımındaki eşitsizliği arttırmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız / kontrol değişkenlerden toplam borçlanmanın GSYİH’e oranındaki artış, kamu harcamalarının GSYİH’e oranındaki artış, kişi başına düşen milli gelirdeki artış ve enflasyon oranındaki artış gelir dağılımı eşitsizliğini azaltırken, vergi gelirlerinin GSYİH’e oranındaki artış gelir dağılımı eşitsizliğini artırmaktadır. Model 1 tahmin sonuçlarından borç faiz ödemelerinin gelir dağılımına negatif etki ettiği bulgusu Akram (2013) ve Sugözü vd. (2017) çalışmalarıyla uyumludur.

Borç faiz ödemeleri için devletler tarafından ilave vergilendirme yapılabilen ve genel olarak vergi yükü dolaylı vergiler yoluyla gelir dağılımında alt gelir grubuna yansıtılarak üst gelir grubu ile alt gelir grubu arasındaki gelir dağılımı adaletsizliği artmaktadır. Alt gelir grubundaki vatandaşların dolaylı vergilere konu harcamalarının kişisel gelirlerine oranı, üst gelir grubunda yer alanlara göre nispi olarak daha fazla olduğundan dolaylı vergilerdeki artışlar gelir dağılımındaki eşitsizliğin artmasına neden olmaktadır. Türkiye’de vergi gelirlerine ilişkin 2019 yılı verileri göz önüne alındığında, dolaylı vergilerin oranı yüzde 62,95 iken, dolaysız vergilerin oranı yüzde 37,05’tir. Dolaylı vergiler içindeki vergi çeşitlerinden elde edilen gelirin yaklaşık %80’si KDV ve ÖTV’den yani harcamalar üzerinden elde edilmektedir. Açıkçası, çok gelir elde eden değil çok harcayanı vergilendirmek gibi bir adaletsizlik meydana gelmektedir (Eğilmez, 2018:66). Faizli borçlanma maliyetlerinin giderek artmakta olduğu bir ortamda faiz yükü nedeniyle ilave vergilendirme yapılarak gelir dağılımında eşitsizliğin daha fazla artmasına sebebiyet verilmesi sosyal devlet anlayışına uygun düşmemektedir. Bu nedenle, alternatif finansman yöntemleri geliştirilmeli ve özellikle İslam iktisadının önerdiği reel bir ekonomik faaliyete ve varlığa dayanan faizsiz finansman enstrümanlarının devlet hazinelerince borçlanmada kullanımının yaygınlaştırılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Nitekim bu yaklaşımla uyumlu olarak çalışmanın 5.bölümünde yapılan Malezya örneğindeki



kıyaslamada finansman tarafında faizsiz finansman aracının faizli borçlanma aracına göre ekonomiye katkısının daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışmanın “3.4. İslam İktisadiyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemlerinin Faizli Borçlanmaya Göre Avantajlarının Değerlendirilmesi” alt başlığında zikredilen bilimsel çalışmalarda bu yaklaşımı desteklemektedir. Bu alt başlıkta; ekonomik şoklara karşı sukukun riskten korunmada tahvilden daha etkin olduğu, kira sertifikalarının konvansiyonel tahvillere göre döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı daha korunaklı olduğu, sukukun faizli finansman araçlarına göre bütçe açığı, altyapı giderleri ve kalkınmanın finansmanı için daha etkin bir finansal araç olduğu ve İslami sertifikaların konvansiyonel faizli tahvillere göre reel bir varlığa dayanması sebebiyle ekonomik belirsizliklere/istikrarsızlıklara karşı daha dayanaklı olduğu bilimsel çalışmalardan hareketle ortaya koyulmuştur.

Model 1 için kontrol değişkenlerden kamu harcamalarının GSYİH'e oranının artmasının gelir dağılımı eşitsizliğini azalttığı bulgusu ise Ürper (2018) tarafından yapılan çalışmayla uyumludur. Ürper (2018)'e göre, çoğunlukla alt gelir grubundaki vatandaşların faydalandığı eğitim ve sağlık sektörlerine yapılan kamu harcamaları ile kırsalda yaşayan halka yönelik su, elektrik, yol vb. şeklinde gerçekleştirilen kamu harcamaları alt gelir grubundaki vatandaşların nispi olarak refahını artırmakta ve gelir dağılımında eşitsizliği azaltmaktadır. Bunun yanında, karşılıksız transfer harcamaları ile sosyal güvenlik harcamaları da çoğunlukla alt gelir grubunun faydalandığı ve gelir dağılımında adalete olumlu yansıyan unsurlardır.

Ayrıca, Model 1 için kontrol değişkenlerden kişi başına düşen milli gelir arttığında gelir dağılımı eşitsizliğinin azaldığı bulgusu Dobson ve Ramlogan-Dobson (2009) çalışmasıyla, enflasyon arttıkça gelir dağılımı adaletsizliğinin azaldığı bulgusu Tiwari vd. (2013) çalışmasıyla, vergi gelirleri arttıkça gelir dağılımı eşitsizliğinin arttığı bulgusu da Kanca ve Bayrak (2019) çalışmasıyla uyumludur.

Model 2 tahmin sonuçlarına göre Türkiye örnekleminde belirtilen dönemde (1989-2019), dış borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 5.01 birim artırmaktadır. Yine söz



konusu dönemde, dış borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 1.05 birim azaltmaktadır. Büyüme oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise cari açığın GSYİH'e oranını 0.38 birim azaltmaktadır. Bağımsız değişkenlerden doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 2.54 birim azaltmaktadır. Ayrıca, brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış cari açığın GSYİH'e oranını 0.43 birim artırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Türkiye'de dış borç faiz ödemelerindeki artış cari açığı artırmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden dış borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen artış, büyüme oranında gerçekleşen artış ve doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'e oranında gerçekleşen artış cari açığı azaltırken brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranında gerçekleşen artış cari açığı artırmaktadır. Model 2 tahmin sonuçlarından dış borç faiz ödemelerinin cari açığı arttırdığı bulgusu Khalid ve Guan (1999), Göçer (2013) ve Muli (2018) çalışmalarıyla uyumludur.

Dış borçlanma yoluyla elde edilen finansman döviz girdisi sebebiyle ekonomiye pozitif etkide bulunsada, dış borcun anapara ve faiz ödemelerinin yapılması aşamasında ülkeden kaynak/döviz çıkışı olması nedeniyle ekonomiye negatif etki etmektedir. Ayrıca, dış borçlanmadan elde edilen finansman üretken/verimli yatırım sektörlerine kanalize edilmezse, dış borcun anapara ve faiz ödemelerinin karşılanabilmesi için ekonomiye ilave bir yük oluşabilmektedir. Örneğin, Türkiye'de dış borçlanmadan elde edilen kaynakların ciddi bir kısmı tüketim harcamalarına ve borç servisine gittiği için Türk ekonomisi bu durumdan olumsuz etkilenmiştir (Dura, 2013).

Bir ülkenin dış borç anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirebilmesi, ilgili ülkenin cari işlemler dengesi ve uluslararası döviz rezerviyle doğrudan ilişkilidir. Cari işlemler dengesi fazla veriyorsa, dış borç anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması daha kolay olmaktadır. Cari işlemler dengesi açık veriyorsa, bu durumda mezkûr ödemelerin karşılanması için ilave kaynak tesis edilmesi gerekmektedir. Bu da ya mevcut döviz rezerv stokunun kullanılması ya da borç geri ödemeleri için yeniden dış borçlanmaya gidilmesini zorunlu kılmaktadır (Nart, 2013:123).



Model 2 tahmin sonuçlarından dış borç faiz ödemelerinin cari açığın GSYİH'e oranını artırması aslında teoriyle uyumlu olarak gerçekleşmektedir. Faizli dış borçlanma nedeniyle, üretken/verimli sektörler kanalize edilebilecek ülke kaynakları, dış borç faiz ödemeleri nedeniyle, cari işlemler dengesi gibi önemli bir makro iktisadi değişkeni olumsuz etkileyerek ekonomiye zarar vermektedir.

Ayrıca, model 2'deki kontrol değişkenlerden büyüme oranı arttıkça cari açığın GSYİH'e oranının azaldığı bulgusu Tari ve Kumcu (2005) çalışmasıyla uyumlu ve literatürün genelinden farklı, brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranı arttıkça cari açığın GSYİH'e oranının artması Erdinç ve Aydınbaş (2020) çalışması ve literatürün genelinden farklı, doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'e oranı arttıkça cari açığın GSYİH'e oranının azalması ise Göçer ve Peker (2014) çalışmasıyla Türkiye örneği açısından uyumludur.

Model 3 tahmin sonuçlarına göre Türkiye örneğinde belirtilen dönemde (1989-2019), iç borç faiz ödemelerinin GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.82 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, iç borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.16 birim artırmakta, ancak % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Enflasyon oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.12 birim azaltmaktadır. Bağımsız değişkenlerden brüt yurt içi tasarruf oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 1.32 birim azaltmaktadır. Ayrıca, hizmet ticaretinin GSYİH oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 1.38 birim artırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Türkiye'de iç borç faiz ödemelerindeki artış büyüme oranını azaltmaktadır. Ayrıca model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden iç borçlanmanın GSYİH'e oranında gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta (istatistiksel olarak anlamlı değil), enflasyon oranında ve brüt yurt içi tasarruflarda gerçekleşen artış büyüme oranını azaltmakta ve hizmet ticaretinde gerçekleşen artış büyüme oranını artırmaktadır. Model 3 tahmin sonuçlarından iç borç faiz ödemelerinin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği bulgusu Sheikh vd. (2010) çalışmasıyla uyumludur.



İç borçlanma devlete finansman sağlarken, iç borcun anapara ve faiz ödemelerine devlet gelirlerinin önemli bir kısmı ayrılmaktadır. İç borç anapara ve faiz ödemelerinin negatif etkisi iç borçlanmayla sağlanan finansmanın pozitif etkisinden daha büyük olabilmekte ve sonuçta ekonomik büyüme olumsuz etkilenebilmektedir (Sheikh vd., 2010:374). İç borçlanmanın yatırımcıya yüksek faiz geliri vadetmesi nedeniyle, normalde verimli yatırımlara kanalize edilebilecek fonlar yatırımcılar tarafından devlet iç borçlanma senetleri satın alınması yoluyla kullanılmakta ve verimli yatırımlar aracılığıyla oluşabilecek yeni istihdam ortamının önüne geçilmektedir. Yatırımların ve istihdamın azalması da büyümeye negatif etki etmektedir (Gürler, 1998:27).

Bunun yanında, model 3'te yer alan kontrol değişkenlerden enflasyon oranı arttıkça büyüme oranı azalır bulgusu Berber ve Artan (2004) çalışmasıyla uyumlu, brüt yurt içi tasarrufların GSYİH'e oranı arttıkça büyüme oranının azaldığı bulgusu Özcan ve Günay (2011) çalışmasıyla uyumlu ancak literatürün genelinden farklı, hizmet ticaretinin GSYİH'e oranı arttıkça büyüme oranı artar bulgusu Çeştepe vd. (2012) çalışmasıyla uyumludur.

Bu çalışmadaki önerilerin temellendirilmesi için, faizsiz finansman aracı kamu yatırım sertifikalarıyla faizli borçlanma aracı devlet tahvillerinin ekonomiye etkileri 2009 (2.çeyrek)- 2016 (4.çeyrek) dönemi için Malezya örnekleminde karşılaştırılmakta ve ekonometrik analizde değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi ARDL Sınır Testi yaklaşımı ile tahmin edilmektedir. Çalışmada 4 ayrı regresyon modeli kurulmuş olup model sonuçları şu şekildedir:

Model 4 tahmin sonuçlarına göre Malezya örnekleminde belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.15 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.23 birim azaltmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.14 birim artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden



kamu gelirlerinin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.07 birim artırmaktadır. Ayrıca, özel tüketimin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.23 birim artırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da kamu yatırım sertifikalarının ihracındaki artış enflasyon oranını azaltmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda gerçekleşen artış enflasyonu azaltmakta, M3 para arzındaki artış, kamu gelirlerindeki artış ve özel tüketimdeki artış enflasyonu artırmaktadır.

Model 4 tahmin sonuçlarından kamu yatırım sertifikalarının enflasyona negatif etkisi; Shazali (2018), Khudari (2017) ve Kapingura vd. (2015) çalışmalarıyla uyumludur. Brüt sabit sermaye oluşumunun enflasyona negatif etkisi Terzi ve Oltulular (2010) çalışmasıyla uyumludur.

M3 para arzının enflasyona pozitif etkisi Karagöz ve Ergün (2010) çalışmasıyla uyumlu ve para arzı arttıkça enflasyon artmaktadır. Kamu gelirlerinin enflasyona pozitif etkisi Güneş (2020) çalışmasıyla uyumlu ve kamu gelirleri arttıkça (özellikle dolaylı vergiler) maliyetler fiyatlara yansıtılarak enflasyonda artışa neden olmaktadır. Özel tüketimin enflasyona pozitif etkisi, Baloğlu (2011) çalışmasıyla uyumlu ve özel tüketim arttıkça talep artışı nedeniyle enflasyonda artmaktadır.

Model 5 tahmin sonuçlarına göre Malezya örneğinde belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.09 birim azaltmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.23 birim azaltmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.14 birim artırmaktadır. Bağımsız değişkenlerden kamu gelirlerinin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış enflasyon oranını 0.07 birim artırmaktadır. Ayrıca, özel tüketimin artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise enflasyon oranını 0.23 birim artırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da devlet tahvillerinin ihracındaki artış enflasyon oranını azaltmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre,



bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda gerçekleşen artış enflasyonu azaltmakta, M3 para arzındaki artış, kamu gelirlerindeki artış ve özel tüketimdeki artış enflasyonu artırmaktadır.

Model 5 tahmin sonuçlarından devlet tahvillerinin enflasyona negatif etkisi; Shazali (2018) ve Kapingura vd. (2015) çalışmalarıyla uyumludur. Brüt sabit sermaye oluşumunun enflasyona negatif etkisi Terzi ve Oltulular (2010) çalışmasıyla uyumludur. M3 para arzının enflasyona pozitif etkisi Karagöz ve Ergün (2010) çalışmasıyla uyumlu ve para arzı arttıkça enflasyon artmaktadır. Kamu gelirlerinin enflasyona pozitif etkisi Güneş (2020) çalışmasıyla uyumlu ve kamu gelirleri arttıkça (özellikle dolaylı vergiler) maliyetler fiyatlara yansıtılarak enflasyonda artışa neden olmaktadır. Özel tüketimin enflasyona pozitif etkisi, Baloğlu (2011) çalışmasıyla uyumlu ve özel tüketim arttıkça talep artışı nedeniyle enflasyonda artmaktadır.

Model 6 tahmin sonuçlarına göre Malezya örneğinde belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), kamu yatırım sertifikalarının devlet tarafından sertifika/senet ihraçları aracılığıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.22 birim artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.09 birim artırmaktadır. İhracatın artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.18 artırmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.09 birim azaltmaktadır. Ayrıca, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranındaki 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.13 azaltmaktadır. Ancak, M3 para arzı ve toplam borçlanma değişkeninin katsayıları %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da kamu yatırım sertifikalarının ihracındaki artış ekonomik büyüme oranını artırmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda ve ihracatta gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta, M3 para arzında ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artış ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. M3 para arzı ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artışın ekonomik büyümeye etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir.



Model 6 tahmin sonuçlarından kamu yatırım sertifikalarının ekonomik büyümeye pozitif etkisi; Kartini ve Milawati (2020), Ledhem (2020), Mitsaliyandito ve Arundina (2018), Smaoui ve Nechi (2017) çalışmalarıyla uyumludur. Brüt sabit sermaye oluşumunun ekonomik büyümeye pozitif etkisi Doru ve Dabakoğlu (2021) çalışmasıyla uyumludur. İhracatın ekonomik büyümeye pozitif etkisi Harold (2018) çalışmasıyla uyumludur. M3 para arzının ekonomik büyümeye negatif etkisi Siyasanga and Hlalefang (2017) çalışmasındaki bulgudan farklılaşmaktadır. Bu arada, M3 para arzının ekonomik büyümeye etkisi model sonuçlarına göre istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir. Toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye negatif etkisi Balassone vd. (2011) çalışmasıyla uyumludur. Ancak, toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye etkisi model sonuçlarına göre istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir.

Model 7 tahmin sonuçlarına göre Malezya örneğinde belirtilen dönemde (2009 (2.Çeyrek)-2016 (4.Çeyrek)), devlet tahvillerinin devlet tarafından sertifika/senet ihracıyla gerçekleştirilen toplam net borçlanmaya oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.15 birim artırmaktadır. Yine söz konusu dönemde, brüt sabit sermaye oluşumu artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.08 birim artırmaktadır. İhracatın artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış büyüme oranını 0.18 artırmaktadır. M3 para arzının artış oranında gerçekleşen 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.08 birim azaltmaktadır. Ayrıca, toplam borçlanmanın GSYİH'e oranındaki 1 birimlik artış ise büyüme oranını 0.12 azaltmaktadır. Ancak, M3 para arzı ve toplam borçlanma değişkeninin katsayıları %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Elde edilen sonuçlara göre analiz edilen dönemde Malezya'da devlet tahvilleri ihracındaki artış ekonomik büyüme oranını artırmaktadır. Ayrıca, model sonuçlarına göre, bağımsız/kontrol değişkenlerden brüt sermaye oluşumunda ve ihracatta gerçekleşen artış büyüme oranını artırmakta, M3 para arzında ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artış ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. M3 para arzı ve toplam borçlanmanın GSYİH oranında gerçekleşen artışın ekonomik büyümeye etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir.



Model 7 tahmin sonuçlarından devlet tahvillerinin ekonomik büyümeye pozitif etkisi, Kapingura ve Makhetha-Kosi (2014) ile Ndinda (2012) çalışmalarıyla uyumludur. Brüt sabit sermaye oluşumunun ekonomik büyümeye pozitif etkisi Doru ve Dabakoğlu (2021) çalışmasıyla uyumludur. İhracatın ekonomik büyümeye pozitif etkisi Harold (2018) çalışmasıyla uyumludur. M3 para arzının ekonomik büyümeye negatif etkisi Siyasanga and Hlalefang (2017) çalışmasındaki bulgudan farklılaşmaktadır. Bu arada, M3 para arzının ekonomik büyümeye etkisi model sonuçlarına göre istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir. Toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye negatif etkisi Balassone vd. (2011) çalışmasıyla uyumludur. Ancak, toplam borçlanmanın ekonomik büyümeye etkisi model sonuçlarına göre istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir.

Model 1, 2 ve 3 sonuçlarından da görüleceği üzere Hazine'nin gerçekleştirdiği faizli borçlanma ekonomideki birçok makro iktisadi değişkene faiz yükü nedeniyle olumsuz etki etmektedir. Borç faiz ödemelerinin çok ciddi boyutlara ulaştığı Türkiye'de faiz sorununa çözüm olarak alternatif faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesi gerekmektedir. Model 4 ve 5 ile model 6 ve 7 sonuçları göz önüne alındığında finansman tarafında faizsiz finansman yöntemi faizli borçlanma yöntemine göre ekonomiye daha fazla katkıda bulunmaktadır. Ayrıca bu sonuçla uyumlu olarak, "34. İslam İktisadıyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemlerinin Faizli Borçlanmaya Göre Avantajlarının Değerlendirilmesi" alt başlığında zikredilen bilimsel çalışmalar da faizsiz finansman yöntemlerinin faizli borçlanma yöntemlerine göre daha avantajlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu alt başlıkta; ekonomik şoklara karşı sukukun riskten korunmada tahvilden daha etkin olduğu, kira sertifikalarının konvansiyonel tahvillere göre döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı daha korunaklı olduğu, sukukun faizli finansman araçlarına göre bütçe açığı, altyapı giderleri ve kalkınmanın finansmanı için daha etkin bir finansal araç olduğu ve İslami sertifikaların konvansiyonel faizli tahvillere göre reel bir varlığa dayanması sebebiyle ekonomik belirsizliklere/istikrarsızlıklara karşı daha dayanıklı olduğu bilimsel çalışmalardan hareketle ortaya koyulmuştur. Çalışma kapsamında elde edilen bulgular ve daha önce yapılmış bilimsel çalışmalar ışığında, İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz fi-



nansman yöntemlerinin yaygınlaştırılması Türk ekonomisi için yararlı olacaktır. Bu bağlamda, “3.3. Türk Hazinesi için İslam İktisadiyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemi Önerileri” alt başlığında önerilen mudarabe, selem, murabaha, istisna ve müşareke sertifikalarının finansman yöntemi olarak uygulanması Türk ekonomisinin gelişimine katkı sağlayacaktır.

Model sonuçlarına ilave olarak, çalışmanın bütünlüğü kapsamında dikkat çekilmek istenen hususlar şu şekildedir:

- Kapitalist düzende gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin içine hapsediği para piyasası ve kredi sistemi, ülkelerin borçlanma oranlarını gitgide artırmaktadır. Bir yönüyle, ödemesi gelen borçların kapatılması için yüksek faizlerden tekrar borçlanma ihtiyacı doğmaktadır. Daha önceki yaşanan 2008 gibi krizler göz önüne alındığında, “borçlanma-yüksek faiz-geri borçlanma” döngüsü nihai olarak finansal krizlerle sonuçlanabilmektedir. Faizle borçlanmaya dayalı mevcut finansal yapının büyük krizlere yol açabilmesi nedeniyle, reel ekonomik faaliyetlere dayanan İslami iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin yaygınlaşması Türkiye’nin yararına olacaktır. Nitekim 2008 yılında yaşanan finansal krizde geleneksel finans sistemi büyük kayıplar verirken, İslam iktisadiyla uyumlu finansal sistem bu krizden en az kayıpla çıkabilmiştir.
- Türkiye’de Hazine tarafından Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) birincil piyasada daha çok bankalara satılmaktadır. Sadece bankaların elinde bulundurduğu senetler faizden rant elde edenleri desteklemektedir. Yüksek gelir grubu senetleri elinde tutmakta ve bunlara yapılan anapara ve faiz ödemesi çoğunlukla daha düşük gelir grubunda yer alan bireylerden dolaylı vergiler yoluyla yapılmaktadır. Bu durum gelir dağılımında eşitsizliği artırmaktadır. Bu soruna çözüm olarak faizsiz finansman sertifikaları/senetleri ve halka arz yöntemlerinin geliştirilmesi gerekmektedir. Bunların yapılmasıyla gelir dağılımındaki bozucu etki azalacaktır. Ayrıca, Hazine borçlanması sonucunda ortaya çıkan ilave vergilendirme dolaylı vergiler yoluyla değil, dolaysız (doğrudan) vergiler yoluyla yapılmalıdır. Bu şekilde, borçlanma yoluyla katlanılan ek maliyet gelir dağılımındaki alt gelir grubuna daha az zarar verecektir.



- Türkiye’de borçlanma faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle, bankacılık sisteminde yer alan aktörler yurtdışından düşük faiz oranları ile kredi bulup yurtiçinde kamu senetlerine yatırım yapmaktadır. Aradaki faiz yükü vergiler vasıtasıyla halka yansıtıldığı için gelir dağılımı olumsuz etkilenmektedir. Ayrıca, bütçedeki yatırımlara ayrılacak vergi gelirlerinin önemli bir kısmı faiz harcamalarına gitmekte ve vergiler etkin kullanılamamaktadır. Faiz harcamalarının bütçe giderleri içindeki payı ise yıllar itibariyle gittikçe artmaktadır. Bütçede yer alan birçok giderden faiz gideri daha fazladır. Türkiye’nin kalkınması için gerekli eğitim, sağlık, altyapı yatırımları, ar-ge harcamaları vb. gibi çok önemli kalemlere ayrılacak fonlar faiz gideri nedeniyle rantiyeye sınıfına harcanmakta ve verimsiz kullanılmaktadır. Bu nedenle faizli borçlanma biçiminin zarar verdiği ve bunun azaltılarak ortadan kaldırılması gereği açıktır. Faizin meydana getirdiği söz konusu ekonomik problemlerin İslam iktisadiyla uyumlu faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesiyle azaltılabileceği düşünülmektedir.
- Hazine’nin borçlanma faiz oranları arttıkça yatırımlar azalmakta ve dolayısıyla üretim azalmaktadır. Yatırımların azalması iktisadi büyümeye ve istihdama olumsuz etki etmektedir. Ayrıca, arz azaldığı için göreceli olarak talebin artması nedeniyle fiyatlar yükselmekte ve enflasyon oranlarında artışlar gözlenmektedir. Faiz oranlarının bu açılardan olumsuz etkisi göz ardı edilmemeli ve dünyada eksi faizin gündemde olduğu bir dönemde dünyanın en fazla borçlanma faiz maliyetine katlanan ülkeleri arasında yer alması Türk ekonomisi açısından negatif görünümlü bir tablo oluşturmaktadır. Yüksek borçlanma faizi problemi için çözüm içeren politika ve tedbirler elzemdir.
- Hâlihazırda modern ekonomik sistem tamamen kredi bağımlısı durumdadır. Ekonominin krediye dayandırılması nedeniyle ekonominin temel hedeflerinden olan üretkenlikten/verimlilikten uzaklaşmıştır. Üretim ve ticaret için pazar görevi görmesi gereken finansal piyasalar faizli borç temelli sentetik menkul kıymetleştirme aracılığıyla bir çeşit kumarhaneye dönmüş durumdadır. Finansal piyasalar yüksek faiz oranları nedeniyle sıcak para için çekici hale gelmiş ve faizin kullanımında ısrarcı



olmakla ekonomiler gerek üretkenlik/verimliliklerini gerekse de istikrarlarını kaybetmişlerdir (Al-Jarhi, 2018:70). Bu nedenle faizli borç temelli yaklaşımlar yerine, İslam iktisadıyla uyumlu olarak kâr/zarar ortaklığını ve risk paylaşımını merkeze alan, reel bir ekonomik faaliyete dayanan varlık temelli yaklaşımlar yaygınlaştırılmalıdır (Azid vd., 2018:273). Ayrıca, faizli borçlanma sisteminin ortaya çıkardığı sorunlar nedeniyle, karz-ı hasen (güzel borç, faizsiz borç) sistemini devlet borçlanması düzeyinde geliştirecek sistemlere ihtiyaç duyulmaktadır.

- Tek Hazine Kurumlar Hesabı uygulaması kapsamında Hazine bünyesinde toplanan kaynaklar TCMB ve diğer kamu bankalarında nemalandırılmakta, bu kapsamda elde edilen nema gelirleri bütçeye gelir olarak kaydedilmektedir (Karataş, 2019:19). Nemalandırma işlemi bir faiz işlemidir ve elde edilen faiz geliri İslam iktisadı perspektifinden uygun görülmemektedir. Bu kaynakların İslam iktisadı prensiplerine uygun araçlarla değerlendirilmesi önerilmektedir.
- Hazine tarafından 2012 yılında ihraçlarına başlanan ve son dönemde borç yönetiminde yaygın olarak kullanılan kira sertifikaları borçlanma piyasasında faizsiz bir enstrüman olarak zamanla önemli bir yer edinmiştir. Hazine; TL cinsinden, yabancı para cinsinden ve altına dayalı olarak gerçekleştirdiği kira sertifikası ihraçlarıyla piyasadan fon ihtiyacına karşılık bulabilmektedir. İlk ihraçlarına icare sukuk modeline karşılık gelen yapısıyla başlayan Türk Hazinesi'nin, 2019 yılında Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesinde yaptığı düzenlemeyle diğer sukuk türlerinde de ihraç yapabilemesi mümkün hale gelmiştir. Ancak, şu ana kadar diğer sukuk türlerinde herhangi bir ihraç gerçekleştirilmemiştir. Bu tez çalışmasında "3.3. Türk Hazinesi İçin İslam İktisadıyla Uyumlu Faizsiz Finansman Yöntemi Önerileri" alt başlığında önerilen mudarabe, selem, murabaha, istisna ve müşareke sertifikaları finansman yöntemleri 7/A kapsamında uygulanabilecek ihraç yöntemleridir. Bu yöntemlerin uygulanmasıyla İslam iktisadıyla uyumlu faizsiz finans ulusal ve uluslararası yatırımcı tabanında genişletilebilecektir.



- Türkiye’de Bireysel Emeklilik Fonları’nın (BES) gelişimi dikkate alındığında, Hazine tarafından yapılan kira sertifikası ihraçları BES ihtiyacını karşılayacak şekilde uzun vadeli (10-15 yıl) olarak ihraç edilebilmelidir.
- Kira sertifikalarının ikincil piyasasının gelişimi için borsada daha çok işlem görmesi ve sertifikaların likit (işlem görme, alınıp-satılma) özelliğinin artması gerekmektedir. Bununla ilgili olarak, Hazine tarafından gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçları için katılım bankacılığında da Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulanmalıdır. Katılım bankalarından belirlenecek Piyasa Yapıcıları, günlük olarak Borsa İstanbul’da kira sertifikaları için alım-satım fiyatı girebilmelidir.
- Katılım bankalarının bilançolarında menkul kıymet portföyü / toplam aktif oranı geleneksel bankalara kıyasla önemli oranda düşük olduğu için katılım bankaları Hazine tarafından ihraç edilen kira sertifikalarını kendi portföylerinde tutmayı tercih etmektedir. Oysa kira sertifikalarında ikincil piyasanın gelişimi için katılım bankalarının da bunları yatırımcıya sunması gerekmektedir. Bu nedenle, katılım bankaları bilançolarındaki menkul kıymet portföyü / toplam aktif oranını iyileştirmelidir.
- Kira sertifikası ihracı gerçekleştirilirken Hazine’nin 2 hususa dikkat etmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Birincisi, teoriyle de uyumlu olarak mülkiyet hakkından kaynaklanan varlık üzerinde tasarruf edebilme hakkının tam olarak yatırımcılara geçmesinin sağlanmasıdır. İkincisi, ihraçlardaki “sat-kirala-geri al” mekanizmasının fikhî anlamda problemlili olduğuna ilişkin yaklaşımlara kamuoyunu aydınlatıcı bir şekilde bilgi verilmesidir.
- Vergi yerine borçlanmanın tercih edilmesi ekonominin ihtiyacı olduğu hallerde belli bir süreyle kaçınılmaz olsada, biriken borçları yine borçlanma yoluyla kapatma politikası borç sarmalına hatta daha ileri boyutlarda borç krizine sebebiyet verebilmektedir. Bu durum nedeniyle, borçlanma ihtiyacını azaltacak ve gereksiz kamu harcamalarını önleyecek bir yaklaşım geliştirilmelidir. Ayrıca, borçlanma yoluyla elde edilen fonlar, teknoloji üreten ve istihdam oluşturan katma değerli üretken yatırım sektörlerine kanalize edilmeli ve bu yaklaşımla borçlanmanın geri çevrilme riski azaltılmalıdır.



- Bütçe açığındaki artışlar piyasa tarafından mali disiplinde bir gevşeme olarak algılanabilmektedir. Bu nedenle, piyasa oyuncuları riske girme-yip Hazine'den kısa vadeli borçlanmaya eğilim göstermektedir. Vadelerin kısılması Hazine'nin borç çevirme kabiliyetini zor durumda bırakabilmektedir. Bu açıdan, bütçe açıklarının kontrolü ve mali disiplinden taviz verilmemesi uzun vadeli borçlanabilmek açısından önemlidir.
- Hazine gerek iç piyasadan gerekse de dış piyasadan yüksek düzeyde yaptığı borçlanma miktarıyla Türkiye'deki özel sektörün iç ve dış piyasadan bulabileceği fon miktarını azaltabilmekte ve azalan fon nedeniyle özel sektörün fon bulma maliyetleri artabilmektedir. Bu nedenle, Hazine iç ve dış borçlanmayı gerçekleştirirken özel sektörün dışlanmasını minimize etmeyi politika edinmelidir.
- Türkiye ekonomisi özel sektör dış borcunun ve Hazine garantili dış borcun yüksek seviyesi açısından makroekonomik riskler içermekte ve yurtdışından fon bulma konusunda sıkıntı yaşayabilecek bir konumda bulunmaktadır (Vergil, 2021:284). Bu nedenle, borç yöneticilerinin politikalarında dış borç yönetimi için ilave tedbirler uygulaması şarttır. Ayrıca, dış borç ödemelerinin vadesi geldiğinde kriz oluşmaması için Merkez Bankası'nın döviz cinsinden rezervleri güçlendirilmelidir.
- Merkez Bankası'nın faiz kararları borçlanma maliyetlerini doğrudan etkileyebilmektedir. Bütçe açığının finansmanında ilave faiz maliyetlerinin önüne geçebilmek için Hazine ve Merkez Bankası arasında güçlü bir maliye ve para politikası koordinasyonu gerekmektedir. Bu bağlamda, makro iktisadi hedefler ve fiyat istikrarı gözetilerek borçlanma yapılmalıdır.
- Borçlanma yerine yurt içi tasarrufların artırılması için yeni ekonomik yöntemlerin ortaya koyulması ve teşvik edilmesi gerekmektedir. Türk ekonomisinin yurtdışı finansmana bağımlılığı böylelikle azaltılabilecektir.
- Altyapı yatırımlarının finansmanında Yap-İşlet-Devret modeliyle özel sektör tarafından üstlenilen projeler ve özel sektöre verilen Hazine ga-



rantileri ile geçiş garantileri maliyet-etkinlik açısından denetlenmelidir. Sonucunda ilave vergi yüküne sebebiyet verecek hazine işlemlerinden kaçınılmalıdır.

- Türkiye gelişmiş ülkelere kıyasla çok yüksek faiz oranlarından borçlanmak zorunda kalmakta ve CDS (Credit Default Swap) primi göstergeleri gelişmiş ülkelerin aksine çok yüksek seviyelerde gezinmektedir. Bu durum Türkiye açısından ucuza borçlanmanın önünde büyük engel teşkil etmektedir. Borçlanmanın maliyetlerini azaltabilmek için ekonomik güven ve istikrar ortamının makro iktisadi göstergelerle yabancı yatırımcının algısına sunulması gerekmektedir. Ayrıca, riskliliğin önemli bir göstergesi olan CDS oranının düşürülmesine yönelik politika geliştirilmesi elzemdir.
- Kamu kurumlarında çalışanlar şahsi harcamalarını devlet hazinesinden yapacak hiçbir teşebbüste bulunmamalı ve kamu kaynaklarını israftan uzak durmalıdır. Bu hususlara riayet edilmesiyle gereksiz harcamalar azalacağı için borçlanma ihtiyacı da azalacaktır.
- Borçların sürdürülebilmesi için faiz dışı fazla hedeflenmesi, yani bütçe gelirlerini artıracak, giderlerini azaltacak tedbirler alınması gerekmektedir.



**EKLER VE
KAYNAKLAR**



EKLER

EK1

Kamu Borç Yönetimi Raporlarında Yer Alan Stratejik Ölçüt ve Göstergeler

- Borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden yapılması,
- Piyasa çeşitliliğinin sağlanması amacıyla uluslararası piyasalarda ABD dolarının yanında diğer döviz cinslerinden de ihraç yapılması,
- Faiz giderlerinin optimal şekilde yönetilmesini teminen uygun enstrüman ve vade bileşimi dikkate alınarak, gelecek 12 ayda faizi yenilenecek senetler ile vadesine 12 aydan az kalmış senetlerin payının belirli bir seviyede tutulması,
- Nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla nakit rezervinin belirli bir seviyede tutulması.



EK2

Borç Yönetiminde İşleyen Süreç

Borç yönetiminin en önemli aşaması yıllık borçlanma programının hazırlanması ve kamuoyu ile paylaşılması aşamasıdır. Borçlanma programının en temel girdisi nakit programı olup nakit programı ile borçlanma programı beraber hazırlanmakta ve beraber uygulanmaktadır. Nakit ve borç programının en önemli girdisi de yıllık bütçe kanunudur. Anayasa gereğince bütçe kanunu mali yılbaşından en az 75 gün önce (en geç-17 Ekim) önce TBMM'ye sevk edilmektedir. Bütçe kanunu TBMM'ye sevk edildikten sonra bir yandan yıllık nakit programı hazırlanırken bir yandan da bu programla uyumlu olarak borçlanma programı hazırlanmakta ve 31 Ekim tarihi itibarıyla Yıllık Finansman Programı kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Yıllık Finansman Programı hazırlanırken bütçede öngörülen faiz dışı dengenin nakit yönetimi çerçevesinde nakit faiz dışı dengeye dönüşmüş hali, borç servisleri (borç anapara geri ödemeleri), dış borçlanma tutarı ve Hazine kasa seviyeleri dikkate alınmaktadır. Yıllık finansman duyurusu yayımlanırken dikkate alınan en önemli hususlardan birisi de bütçe kanununda öngörülen yıllık borçlanma limitidir. Buna göre yıllık bütçe ödenekleri ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark kadar net borçlanma yapılabilmektedir. 4749 sayılı kanuna göre söz konusu limiti Hazine'nin bağlı olduğu Bakan yüzde 5 oranında artırabilmektedir. Yine ihtiyaç olursa ilave yüzde 5 artırma yetkisi de Cumhurbaşkanlığı Makamı'nda bulunmaktadır. Bunların dışında kanuni bir değişiklik yapmadan borçlanma limiti yıl içinde değiştirilememektedir. Ancak söz konusu ikincil düzenlemeler ile yapılan artırımlara rağmen ilave borçlanma ihtiyacı olursa 4749 sayılı kanuna geçici madde eklenerek o yıl için borçlanma limiti artırılabilir. Nitekim 2009 ve 2017 yılında bu tür bir uygulamaya gidilerek net borçlanma limiti artırılmıştır. Kamuoyuna duyurulan yıllık finansman programında önce içinde bulunulan yılın finansmanına ilişkin değerlendirmelere yer verilmektedir. Bu duyuru piyasalar



tarafından yakından takip edilmektedir. Zira bütçe açığının ne kadarının dış borçlanma, ne kadarının iç borçlanma ile finanse edileceği, iç borç çevirme oranının ne kadar olacağı ve borçlanma stratejisine ilişkin genel bilgiler bu duyuruda yer almaktadır. Söz konusu finansman programında yer alan iç ve dış borçlanmaya ilişkin enstrümanların seçimi, 4749 sayılı Kanun kapsamında kurulun Borç ve Risk Yönetimi Komitesi tarafından kararlaştırılan risk ölçütlerine göre hazırlanmaktadır (Karataş, 2019:40-41).

Yıllık finansman duyurusu yayımlandıktan sonra her ayın son iş günü ise takip eden 3 aya ilişkin iç borçlanma stratejisi yayımlanmaktadır. Bu duyuruda dış borçlanmaya ilişkin bir bilgi paylaşılmamaktadır. Zira dış¹ borçlanmada Hazine fırsatçı borçlanma uygularken, iç borçlanmada stratejik borç yönetimi esas alınmaktadır. Yani, dış borçlanmada ne zaman ne kadar borçlanılacağı önceden kamuoyuna duyurulan bir takvim dâhilinde yürütülmemekte, piyasalar yakından takip edilerek en uygun fırsat yakalandığında dış borçlanma yapılmaktadır. İç borçlanmada ise stratejik borçlanma yöntemi benimsenmekte, iç borçlanmaya ilişkin stratejiler, ihale takvimi, ne kadar borç geri ödemesi yapılacağı ne kadar iç borçlanma yapılacağı aylık olarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır. 3 aylık olarak duyurulan bu dokümanda genellikle ilk aya ilişkin borçlanma takvimi kesin olmakta, takip eden 2 ayda ise sonraki duyurularda revize yapılabilmektedir. Stratejik borçlanma esasına göre Hazine'nin yapacağı ihalelere ilişkin bilgiler de önceden kamuoyuna duyurulmaktadır. Söz konusu duyurular ihalelerin yapıldığı önceki haftanın Cuma günü veya ihaleden 1 gün önce akşam yapılmaktadır. Bu duyurularda gerçekleştirilecek ihalelere ilişkin ISIN kodu, kupon oranları, kupon ödeme tarihleri ve varsa diğer bilgiler yer almaktadır. İhalenin yapıldığı günün akşamı da ihale sonuçlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterildiği şekliyle kamuoyu ile paylaşıl-

1 Dış borç yönetimi ulusal ekonominin dış şoklara karşı hassasiyetini azaltma politikaları çerçevesinde ulusal risk yönetiminin en önemli unsurlarından biri durumundadır (Bayraktar, 2010:13).



maktadır. Bu duyuruda ihaleye ilişkin bilgiler 4 kutu halinde paylaşılmaktadır. Öncelikle, ihraç edilen senede ilişkin genel bilgiler yer almaktadır. Bu kapsamda, senedin ISIN kodu, senedin tanımı (sabit kuponlu mu olduğu), senedin ilk defa mı ihraç edildiği yoksa yeniden mi ihraç edildiği, toplam katılımcı sayısı, satış yapılan katılımcı sayısı ve satış yapılan Piyasa Yapıcısı sayısı, rekabetçi olmayan teklif ve ihale teklifi bazında ayrı ayrı verilmektedir. Daha sonra ikinci kutuda ihalede gelen teklif, rekabetçi olmayan teklif ve toplam gelen teklif olmak üzere ve kamu kurumları ile piyasa yapımcılar ayrımı dikkate alınarak açıklanmakta gelen tekliflerin ne kadarının karşılandığı (bid-cover ratio) bilgisi paylaşılmaktadır. Üçüncü kutuda faiz ve fiyata ilişkin gelen teklifler ve gerçekleşme bilgileri paylaşılmakta, son kutuda ise piyasaya satılan senetlerin katılımcı bazında yüzdesel dağılımı bilgisi verilmektedir (a.g.e., 2019:41). Borç yönetiminde önemli unsurlardan bir tanesi de DİBS piyasasının etkin bir şekilde işlemesidir. Bu bağlamda bu piyasaların etkinliği açısından birincil ve ikincil piyasaların gelişimi önem arz etmektedir. Birincil piyasalar; devlet borçlanma senetlerinin ilk olarak ihraç edildiği ve satışının ihale ya da ihale dışı yöntemlerle yapıldığı piyasalardır. Açık ve anlaşılır kurallar çerçevesinde satış ve dağıtım kanallarının geliştirildiği iyi işleyen bir birincil piyasa, devlet borçlanma senetleri piyasalarının etkin işleyişi için vazgeçilmez unsurlardandır. Bunu sağlamak için; Piyasa Yapıcılığı Sistemi, perakende satışa ilişkin sistemlerin oluşturulması vb. gibi organizasyonel unsurlar ile ihraç stratejileri, satış yöntemleri ve rekabet gibi hususlar göz önüne alınmalıdır (Turan vd., 2012:172-173). Borçlanma senetlerinin ihraçtan sonra alınıp satıldığı ikincil piyasaların derinleşmesi ise borçlanma maliyetlerine azaltıcı yönde etki etmektedir. Bunun yanında, Hazine, DİBS ihraç etmek marifetiyle bütçe açığının finansmanına kaynak sağladığı için, mezkûr piyasaların işlerliği için gerekli makroekonomik ve finansal ortamı da sağlamakla yükümlüdür.



EK3

Borçlanmada Bazı Kavramlar

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG): Giderlerin gelirlerden büyük olmasıyla oluşan açık nedeniyle kullanılmaktadır.

KKBG = Konsodile Bütçe Açığı + KİT'lerin Finansman Açığı + Bütçe Dışı Finansman Açıkları + Mahalli İdarelerin Finansman Açıkları + Sosyal Güvenlik Kurumlarının Finansman Açıkları + Döner Sermayeli Kuruluşların Finansman Açıkları

Borç stoku: Kamu kesimi için kullanılıyorsa kamunun iç ve dış borç stoku toplamı, özel kesim için kullanılıyorsa özel sektörün iç ve dış borç stoku toplamı kastedilmektedir. Bu ikisinin toplamı bir ülkenin toplam borç stokunu ifade etmektedir.

Borç yükü: Ülkenin toplam borç stokunun milli gelir içindeki payını ifade etmektedir.

Borç stoku ve **borç yükü** belirtilirken yükümlülük olarak sadece anapara dâhil edilmektedir. Faiz ödeme yükümlülüğü borçlanma faizlerinin bir gider kalemi olması nedeniyle bu iki kavramın hesaplanmasına dâhil edilmemektedir. Faiz ödemeleri bütçeye gider olarak yazılmaktadır (Eğilmez, 2011:77).

Kamu Net Borç Stoku: Kamunun borç yükümlülükleri toplamından kamunun elinde bulundurduğu varlıkların çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır

Kamu Net Borç Stoku: Kamu Brüt Borç Stoku – (TCMB Net Varlıkları + Kamu Varlıkları + İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları)

Borç servisi: Borç anapara + borç faizi



EK4

İç Borçlanmanın Türkiye Cumhuriyeti Tarihindeki Gelişimi

Türkiye’de Cumhuriyet tarihindeki ilk iç borçlanma Fevzipaşa-Diyarbakır Demiryolu Hattı’nın finansmanı amacıyla 20 yıl vadeli toplam değeri 12 milyon lira olan tahvil ihracıyla 1933 yılında gerçekleştirilmiştir. 1934 yılında ise Sivas-Erzurum Demiryolunun inşası için 30 milyon liralık iç borçlanma yapılmıştır. Savunma harcamalarını finanse edebilmek için İkinci Dünya Savaşı esnasında 150 milyon liralık Milli Savunma borçlanması gerçekleştirilmiştir. 1946 yılında kalkınmaya yönelik yatırımların finansmanı amacıyla 150 milyon liralık borçlanılsa da, elde edilen finansman daha çok 1946-1947 yıllarındaki bütçe açıklarının finansmanında kullanılmıştır. 1948 yılından sonra, bütçe açıklarını ve yatırımları finanse edebilmek için borçlanma tercih edilmiştir. 1933-1960 döneminde, plasman bonoları, koordinasyon kredisi bonoları, tasarruf bonoları, müteahhit bonoları ihraç edilmiştir. Ayrıca, muhtelif krediler yoluyla borçlanılmıştır (Gürler, 1998:119-120).

1960-1980 döneminde, borçlanma daha çok Merkez Bankası ve bankacılık sisteminden sağlanmıştır. Borçlanma senetlerinin alıcıları ise genelde bankalar ve Sosyal Güvenlik Kuruluşları olmuştur. Ayrıca, kalkınmanın finansmanı için gerekli vergi reformları gerçekleştirilemediği için borçlanma yoluna gidilmesi zorunlu olmuştur. Bu amaçla, 1961 yılında genelde 10 yıl vadeli olarak Tasarruf Bonoları ihraç edilmiştir. Bu ihraçlarla borçlanmada uzun vadeli senetlerin payı da artmıştır. Hazine Kısa Vadeli Avansı (HKVA), Hazine Bonoları ve Hazine Kefaletine Haiz Bonolar da bu dönemde borçlanma araçları olarak kullanılmıştır. Bu enstrümanların ödeme vakitleri geldiğinde daha çok para basma (emisyon) yoluna gidildiği için enflasyonist etkiler meydana gelmiştir. Kısa vadeli finansmanı ihtiyacının giderilmesinde önemli rol üstlenen HKVA’lerin bütçenin açıklarının finansmanındaki payı da bu dönemde artmıştır. Ayrıca, 1966-1973 yılları arasında Kalkınma Finansmanı Tah-



villeri, 1974'te Barış Harekâtı Tahvilleri, 1975-1977 yılları arasında ise Savunma Borçları Tahvilleri çıkarılmıştır (a.g.e., 1998:121-123).

1980-1985 döneminde bütçe finansmanı daha çok Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans yoluyla sağlanmıştır (Turan vd., 2012:192). Türkiye'de iç borçlanmayla ilgili temel karar ise 1984 yılında alınmış ve 1985 yılında uygulamasına geçilmiştir. Bu karar ile bütçeye gelir ve gider yazılan borçlanma anapara giriş ve ödemeleri, 1985 yılından başlanarak bütçe dışında ayrı bir borç yönetimi hesabında izlenmeye başlanmıştır. Borçlanma anapara giriş ve ödemeleri bütçe dışına çıkarılırken faiz ödemeleri bütçe içinde gösterilmiştir (Eğilmez, 2011:94).

DİBS'ler ihale yöntemiyle ilk kez 1985 yılında satışa çıkarılmıştır. Haftalık düzenli ihaleler yöntemiyle borçlanma ise, 1986'den itibaren başlamıştır (Bor vd., 2003). Bu dönemde devlet adına sadece Hazine Müsteşarlığı borçlanma yoluna gitmemiştir. Aynı zamanda, tasarrufların teşviki ve kamu yatırımlarının hızlandırılması amacıyla kurulan Kamu Ortaklığı Fonu'da 1984-1991 yılları arasında, farklı vade ve endeksleme yapılarında TL ya da döviz cinsi ihraç edilebilen Gelir Ortaklığı Senetleri yoluyla finansman ihtiyacına karşılık bulmuştur (Turan vd., 2012:192). Bu dönemde bütçe finansmanı ağırlıklı olarak (yaklaşık %75'i) iç borçlanma yoluyla karşılanmıştır.

1994 yılında ekonomideki olumsuz gelişmeler nedeniyle Hazine'nin ihalelerine talepte düşüşler yaşanmıştır. Talebi canlandırabilmek için yüksek faiz oranlı DİBS'ler halka arz edilmiştir. Kriz ortamında alınan tedbirler çerçevesinde Merkez Bankası kaynaklarının Hazine tarafından kullanımına sınırlama getirilmiştir. 1995 yılında ekonomik ve siyasi belirsizlik ortamı nedeniyle, piyasa faiz oranlarında dramatik artışlar ve DİBS ihalelerine yönelik talepte düşüşler meydana gelmiştir. 1997 yılı Temmuz ayıyla birlikte, belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve risk primini düşürmek amacıyla borçlanma programları piyasayla paylaşılmıştır. Bu durum borç yönetiminde şeffaflığın başladığına ilişkin ilk işaretler olarak ifade edilebilmektedir (a.g.e., 2012:194).



1998 yılında enflasyona endeksli senet ihracı yapılmış ve Merkez Bankası'ndan kullanılan kısa vadeli avans imkânında kısıtlamaya gidilmiştir. Hazine borç çevirme riskini azaltabilmek için vadeyi uzatmış ve faiz riskini üstlenerek ilk kez değişken faizli senet ihracı gerçekleştirmiştir (Bor vd., 2003). 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat ayında bankacılık sisteminde meydana gelen krizin faturası Hazine borçlanmasına da yansımıştır. Bu dönemde faiz oranlarındaki yüksek artışlar nedeniyle, Hazine iç borçlanmada daha yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmış ve borçlanma vadeleri kısalmıştır (Turan vd., 2012:195). 2001 yılına kadar iç borç stoku arasında yer verilmemiş olan görev zararlarının iç borç stokuna eklenmiş olması da kamu kesimi borç yükünü artırmıştır (Eğilmez, 2011:95).

Kriz döneminde kamu bankalarının görev zararlarının giderilmesi ve bankacılık sistemindeki yapısal sorunların ortadan kaldırılması amacıyla "nakit dışı"² senetler ihraç edilmiştir. 2001 yılında iç borç takası yoluyla, Hazine iç borç stokunun vadesini uzatmış, piyasadaki baskıyı azaltmış ve bankaların döviz açık pozisyonlarını kapatmalarına yardımcı olmuştur. Takas ile kısa vadeli TL cinsi DİBS'ler uzun vadeli TL ve dövize endeksli senetlerle değiştirilmiştir. İzleyen dönemde, IMF'den

2 Nakit senetler ihraç edildikten sonra para Hazine'nin kasasına girmektedir. Bono, tahvil ve kira sertifikası hepsi birer nakit senettir. Ancak, kriz döneminde ihraç edilen bazı bono ve tahviller nakit dışı senetlerdir. Hazine ihracı gerçekleştirmiş, borç stoku artmış, fakat Hazine'nin kasasına herhangi bir nakit girişi olmamıştır. 2001 krizi sürecinde Hazine'nin alacaklı bankalara, kamu bankalarının oluşan borçları nedeniyle nakit yerine verdiği senetler nakit dışı senetlerdir. Hazine bu senetlere ilişkin anapara ve faiz ödemesi yapmayı taahhüt etmektedir. Bunlara özel tertip senetler de denilmektedir. Bunun yanında nakit dışı olarak bir de ikrazen özel tertip senetler söz konusudur. 2001 krizi sürecinde birçok banka batmış ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmiştir. TMSF'nin bu bankaları birleştirip satabilmesi için bankaların bilançolarındaki varlıklarını artırması gerekmiştir. TMSF bu nedenle Hazine'den senet talep etmiştir. TMSF bu senetleri borç olarak almıştır. Bu durumda da Hazine'nin kasasına ilk etapta herhangi bir nakit girişi olmamıştır. Burada ikrazen denilmesinin sebebi, Hazine ile TMSF arasında bir ikraz yani borç sözleşmesi yapılmasıdır. Hazine, TMSF'ye verdiği ve bilançoya konulan bu senetlerin anapara ve faiz ödemelerini yapacağını taahhüt etmekte ve TMSF'den bankayı satması durumunda senede karşılık gelen borcunu tahsil edeceğini bildirmektedir. TMSF bankaları satınca elde ettiği paradan borç senetlerine karşılık gelen borcunu Hazine'ye ödemiştir (HMB yetkilileriyle görüşmeden notlar).



sağlanan kaynaklar bütçe finansmanı amacıyla kullanılmıştır. Ayrıca, 2001-2009 sürecinde faiz dışı fazla ve özelleştirme gelirler sebebiyle nakit rezervler artmış ve iç borç çevirme oranı azalmıştır (Turan vd., 2012:196-197). 2001 krizi sonrasında ayrıca şeffaflık ve hesap verilebilirlik temelinde kamuoyuyla borçlanmaya ilişkin yıllık finansman programı, aylık borçlanma stratejileri gibi belgeler daha sıklıkla paylaşılmıştır. Bu durum borç yönetimi ve risklerin azaltılması açısından faydalı olmuş, yatırımcılar için güven ortamı tesis edilmeye çalışılmıştır.

2002 yılında Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun kabul edilmiş ve bütçe kanunlarına konulan borçlanmayla ilgili hükümler genel bir kanunda toplanmıştır. Bu kanunla üçer aylık dönemlerde çıkarılacak kamu kesimi borç yönetimi raporunun TBMM'ye sunulması esası getirilerek meclisin borçlanma hususunda bilgilendirilmesi amaçlanmıştır. Mezkûr kanun ile Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kredi (kısa vadeli avans) kullanması uygulaması da kaldırılmıştır. Bunun yerine piyasadaki kısa vadeli borçlarını karşılamak amacıyla 30 güne kadar borçlanma imkânı getirilmiştir (Eğilmez, 2011:95). 2006 yılında DİBS piyasasında düzenli ihraçlar başlamış, gösterge senetler oluşturulmuş ve piyasaya ne kadar senet ihraç edileceği, borçlanma tercihleri, borç çevirme oranları gibi hususlar piyasanın bilgisine sunulmuştur. Bu dönemle birlikte, DİBS'lerin türünde daha çok uzun vadeli ve kuponlu tahviller tercih edilmiştir. Stratejik Ölçüt olarak belirlenen TL cinsi ve sabit faizli borcun payı kademeli olarak artırılmıştır. 2002 yılı sonunda merkezi borç stoku içerisinde sabit faizli borçlar %45 paya sahipken, 2011 yılı sonunda %59 seviyesine gelmiştir. Bunun yanında, 2012 yılı itibarıyla TL cinsinden 2, 5 ve 10 yıl vadeli sabit kuponlu senetlerin düzenli olarak ihraç edilmeye başlanmıştır. Bu uygulamalar ikincil piyasada da netice vermiş, DİBS piyasası daha likit hale gelmiş ve borçlanma maliyetleri azalmıştır. Yine bu dönemde finansal piyasalarda daha etkin fiyatlama yapılabilmesi için ortam oluşturulmuş ve yeni finansal ürünler piyasaya sunulmuştur (Turan vd., 2012:197-199).



EK5

Dış Borçlanmanın Türkiye Cumhuriyeti Tarihindeki Gelişimi

Kırım savaşının finansmanı amacıyla ilk kez 1854 yılında dış borçlanma gerçekleştirilmiştir. 1881'de Düyun-u Umumiye kurulana kadar Osmanlı İmparatorluğu tarafından dış borçlanmaya devam edilmiştir. Dış borçlanma 1881-1923 döneminde kontrollü bir biçimde sürdürülmüştür. Türkiye Cumhuriyeti kurulunca 1912'ye kadar olan dış borçların yüzde 62'si, 1912'den sonraki kısmın ise yüzde 76'sı devralınmıştır. Bu borçların ödemeleri, her yıl toplam harcamaların yüzde 20'si ayrılmak üzere yapılmış ve borçlar kapatılmıştır. Bu arada, 2.Dünya Savaşı döneminde proje finanse edebilmek için de dış borçlanma yapılmıştır. 1950 ve sonrasını kapsayan süreç ise şu şekilde işlemiştir (Cangöz, 1994:6):

1950-1960 döneminde dış borçlarda hızlı bir artış meydana gelmiştir. Serbest ithalat politikasının da etkisiyle dış borç stoku % 800 oranında artmıştır (Tüğen, 1990). Dış borçlardaki yüksek artışlar geri ödeme problemlerine neden olmuş ve 1958 yılında moratoryum ilan edilmek zorunda kalınmıştır. Bu dönemde ayrıca özel sektör dış borçlanma yoluyla kaynak sağlarken aynı zamanda kamunun elde ettiği dış kaynakları da kullanmıştır. Bu da genellikle kamunun elde ettiği fonları kalkınma ve yatırım bankaları aracılığıyla kullandırmasıyla mümkün olmuştur.

1960-1970 döneminde dış kaynak ihtiyacı "Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu" vasıtasıyla temin edilmiştir. Konsorsiyumun kuruluşundan önce büyük oranda ABD'den ve Almanya'dan dış kaynak sağlanmıştır. Konsorsiyumun kuruluşundan sonra ABD'den sağlanan kaynağın oranı azalırken Almanya'dan sağlanan kaynağın oranı artmıştır (Ünsal vd., 1989). 1963 yılında 5 yıllık kalkınma planlarından ilkinin yürürlüğe girmesiyle kalkınmanın finansmanı için dış borçlanma yoluna gidilmiştir (Demir, 1988).



1970-1980 döneminde ekonomiyi olumsuz etkileyecek krizler yaşanmış ve dış borç stoku önemli oranda artmıştır. 1973'te yaşanan petrol krizi ve 1974'te Kıbrıs Barış Harekâtı ekonominin kaynak ihtiyacının artmasına neden olmuştur. Eş zamanlı olarak bazı ülkeler tarafından Türkiye'ye yönelik ambargo uygulaması da ekonomimizi olumsuz etkilemiştir. Daha önce yapılmayan kısa vadeli dış borçlanma bu dönemde zorunlu hale gelmiştir. Ekonomide yaşanan sorunlar nedeniyle borçların ödenmesinde gecikmeler olmuş ve borcun ertelenmesine yönelik anlaşmalar gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, TL'nin dolara karşı değerinin önemli oranda devalüe edilmesiyle dış borçlar katlanmıştır.

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye'de ithal ikameci sanayileşme yerine ihracata dayalı sanayileşme politikaları izlenmeye başlamış ve dış kaynak kullanımı artmıştır (Oskay, 2010: 60). Elde edilen dış kaynaklar borçların geri ödenmesi ve kamu finansman açığının giderilmesi için kullanılmıştır (Bal, 1999:227). 1984 yılı sonrasında kambiyo rejimindeki değişiklikler sebebiyle uluslararası sermaye hareketliliği hız kazanmıştır (Cangöz, 1994:9). 1980'lerin sonlarına kadar büyük oranda IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan ve dış devletlerden borçlanan Türkiye, 1987'den itibaren uluslararası sermaye piyasalarından dış kaynak bulmaya başlamıştır. Hazine, 1987 yılından itibaren yabancı bankalardan sağlanan sendikasyon kredilerini kullanarak ve dış piyasalara tahvil ihraç ederek borçlanmaya başlamıştır. İhraçlar genellikle Japonya ve Avrupa'ya yapılmış ve 1990'lı yıllarla birlikte ABD'deki Yankee ve Japonya'daki Samurai Bond piyasalarına yönelik tahvil ihraçları gerçekleştirilmiştir (Eğilmez, 2011:88-93). 1990'lı yıllardan itibaren tahvil ihraçlarının dış borçlanma içindeki payı artmıştır. Tahvil ihraçları genellikle bütçe açığının finansmanı amacıyla gerçekleştirilmiştir (Cangöz ve Erdener, 2012:229).

1994-2001 yılları arasında yüksek cari işlemler açığı ve bütçe açığının neden olduğu ekonomik krizler yaşanmıştır. 5 Nisan kararlarının akabinde 8 Temmuz 1994'te IMF'ten stand-by anlaşmasıyla kredi kullanı-



mı gerçekleştirilmiştir. Stand-by anlaşmalarıyla elde edilen fonların geri ödemesi henüz tamamlanmamışken 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle uluslararası piyasalardan kaynak bulamayan Türkiye bir kez daha kredi için IMF'e başvurmuştur. IMF kredilerinin dış borç stoku içindeki oranı 2003 yılında yüzde 25'i geçmiştir. 2002 sonrası dönemde döviz kuru riskinin azaltılması amacıyla TL cinsinden iç borçlanma eğilimi artmış ve dış borçlanma destekleyici bir unsur olarak işlev görmüştür. Dış borçlanma yapısında uluslararası piyasalara yönelik tahvil ihraçları ile uluslararası kuruluşlardan sağlanan uygun koşullu program ve proje kredileri ağırlık kazanmıştır. 2003 yılında 4749 sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesiyle dış borçlanmada temel ilke ve stratejik ölçütler kanunun 12.maddesiyle kurulan Borç ve Risk Yönetimi Komitesi (BRYK) tarafından belirlenmeye başlamıştır. Kanundan sonraki dönemde dış borçlanmada borç veren yapısı da değişmiştir. İlk olarak, devlet kurumlarından dış borçlanma azalarak uluslararası finansal kuruluşlara yönelim artmıştır. Daha sonra, bankacılık sistemi ve sermaye piyasalarındaki yatırımcıların payı dış borçlanmada artış göstermiştir. Ayrıca, bütçe açığının giderilmesi için dış borçlanmanın payı azalırken, bütçe finansmanı için tahvil ve program kredileri gibi enstrümanlar kullanılmıştır. 2002 sonrasında dış borçlanmada temel stratejiler olarak vade yapısının uzatılması, ödeme için uygun koşulların oluşturulması ve alternatif piyasaların bulunması söylenebilir (Cangöz ve Erdener, 2012:231-237).



EK6

Hazine ve Maliye Bakanlığı 2021 Yılı Faaliyet Raporu Bütçe Uygulama Sonuçları

Bakanlığın 2021 yılı bütçesindeki toplam 743,9 milyar TL ödeneğin 739,5 milyar TL'si harcanmıştır. Söz konusu ödeneğin 6,3 milyar TL'si Bakanlığın kendi ihtiyaçları için kullanılmıştır. Kalan 733,2 milyar TL'nin **180,9 milyar TL'si faiz giderleri** için, kalan 552,3 milyar TL'nin ise;

- 175,2 milyar TL'si Sosyal Güvenlik Kurumuna,
- 135,7 milyar TL'si mahalli idarelere,
- 40,3 milyar TL'si fonlara,
- 52,2 milyar TL'si yükseköğretim kurumlarına,
- 1,2 milyar TL'si kaldırılan Köy Hizmetleri Genel Müdürlüğünün devredilen personelinin ücretleri için ve 1,6 milyar TL'si köylerin altyapısının desteklenmesi için olmak üzere toplam 2,8 milyar TL'si il özel idarelerine,
- 896,7 milyon TL'si su, kanalizasyon ve altyapının desteklenmesi amacıyla belediyelere,
- 5,6 milyar TL'si BES Devlet katkısı ödemelerine,
- 113,1 milyar TL'si KİT'lere ve diğer kamu sermayeli kuruluşlara,
- 2,5 milyar TL'si Kredi Garanti Fonuna,
- 24 milyar TL'si diğer idarelere kamu hizmetlerinin finansmanında kullanılmak üzere transfer edilmiştir.



KAYNAKÇA

- **AAOIFI : Faizsiz Finans Standartları**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2018.
- **Abdullah El-Omer, F. : İslam İktisat Tarihine Giriş**, İstanbul İSİFAM Yayınları, 2017.
- **Açba, S. : Devlet Borçlanması**, Ankara, Adım Yayıncılık, 1991.
- **Ağayev, S. :** “İhracat ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: 12 Geçiş Ekonomisi Örneğinde Panel Eştümleşme ve Panel Nedensellik Analizleri”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt.11, Sayı.2, 2011, s.241-254.
- **Ahmad, H.K., Rauf, S.A. and Mahmood, T. :** “Public and External Debt Sustainabilityin Pakistan (1970s - 2000s)”, **Pakistan Economic and Social Review**, Vol.47, No.2, 2009, pp.243-267.
- **Ahmed, A.R.Y.:** “Islamic Securities in Muslim Countries’ Stock Markets and An Assessment of the Need For an Islamic Secondary Market”, **Islamic Economic Studies**, Vol.3, No.(1), 1995, pp.1-37.
- **Akdemir T. ve Yeşilyurt Ş. :** “Devlet Borçlarının Kökeni, Gelişimi ve İktisadi Temelleri”, **Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı.16, 2018, s.279-305.
- **Akdoğan, A. : Kamu Maliyesi**, Ankara, Gazi Büro Kitabevi, 1993.
- **Akdoğan, A. : Kamu Maliyesi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2011.
- **Akın, C.S. ve Aytun, C. :** “Gelir Dağılımının Makroekonomik Belirleyicileri: Türkiye Örneği”, **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt.15, Sayı.42, 2018, s. 52-81.
- **Akram, N. ve Hamid, A. :** “Public Debt, Income Inequality and Macroeconomic Policies: Evidence from South Asian Countries”, **Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)**, Vol.36, No.1, 2016, pp. 99-108.
- **Akram, N. :** “External Debt and Income Inequality in Pakistan”, **Pakistan Business Review**, Vol.15, No.3, 2013, pp. 368-384.
- **Aksman, E. :** “Do poverty and income inequality affect public debt?”, **The Polish Journal of Academic**, Vol.6, No.292, 2017, pp.79-93.
- **Aktan, H. . :** “İstisna”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, 23.Cilt, 2001.
- **Aktepe, İ.E. : Katılım Finans**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2017.
- **Akyüz, Y. :** “Azalan Müşareke ve Fıkhî Tahlili”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2018.



- **Al-Jarhi, M.A. :** “Faiz Oranına Dayalı Finans: Bir Ekonomik Verimsizlik Kaynağı”, **İslam İktisadi Perspektifinden Faiz**, İstanbul, İktisat Yayınları, 2018, s.69-84.
- **Alam, N. and Taib, F.M. :** “An Investigation of the Relationship of External Public Debt with Budget Deficit, Current Account Deficit, and Exchange Rate Depreciation In Debt Trap and Non-Debt Trap Countries”, **European Scientific Journal**, Vol.9, No.22, 2013, pp.144-158.
- **Al-Mekhlafi, M.A.H. :** “Sovereign Islamic Sukuk As a Public Debt Management Instrument: A Case Study of Bahrain”, **International Journal of Management and Applied Science**, Vol.4, No.7, 2018, pp.114-117.
- **Altundemir, M.E. :** “Türkiye’de Dış Borçlanma Açısından Hazine Dışındaki Kamu Kurumlarının Analizi”, Doktora Tezi, **Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2004.
- **Amaefula, C.G. :** “Does Nigeria economic growth benefit from domestic borrowing? Econometric Modelling Approach”, **International Journal of Statistics and Applied Mathematics**, Vol. 5, No.2, 2020, pp.80-88.
- **Amaliah, I. and Aspiranti, T. :** “State Sukuk Potential in Reducing Indonesia Budget Deficit, 2009-2015”, **Ventura**, Vol.20, No.1, 2017, pp.21-30.
- **Anjanwu, J.C. and Erhijakpor, E.A.O. :** “Domestic Debt and Economic Growth: The Nigerian Case.”, 2004.
- **Apak, A. :** **Ana Hatlarıyla İslam Tarihi 2**, İstanbul Ensar Neşriyat, 2015.
- **Apaydın, H.Y. :** “Humus”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.18, 1998.
- **Apaydın, H.Y. :** “Karz”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.24, 2001.
- **Arawatari, R. and Ono, T. :** “Inequality and Public Debt: A Positive Analysis”, **Review of International Economics**, Vol.25, No.5, 2015, pp.1155-1173.
- **Aristovnik, A. :** “The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union”, **The William Davidson Institute Working Paper**, No.827, 2006.
- **Ariyana, F.R., Arundina, T. and Kasri, R.A. :** “Sukuk Market Liquidity Determinants: A Case Study on Sovereign Sukuk in Indonesia”, **Institutions and Economies**, Vol. 12, No. 3, 2020, pp. 66-90.
- **Atique, R. and Malik, K. :** “Impact of Domestic and External Debt on the Economic Growth of Pakistan”, **World Applied Sciences Journal**, Vol.20, No.1, 2012, pp. 120-129.
- **Asl, M.G. and Rashidi, M.M. :** “Dynamic Diversification Benefits of Sukuk and Conventional Bonds for The Financial Performance of MENA Region Companies: Empirical Evidence from COVID-19 Pandemic Period”, **Journal of Islamic Accounting and Business Research**, Vol.12, No.7, 2021, pp.979-999.



- **Aybakan, B.** : “Selem”, TDV İslam Ansiklopedisi, Cilt.36, 2009.
- **Aybakan, B.** : “Vekâlet”, TDV İslam Ansiklopedisi, Cilt.43, 2013.
- **Azid, T., Al Rawashdeh, O. ve Oureshi, M.A.** : “Faiz, Piyasa, Hayırseverlik ve Verimlilik: İslami Bir Yaklaşım”, **İslam İktisadi Perspektifinden Faiz**, İstanbul, İktisat Yayınları, 2018, s.251-276.
- **Bacha, U.İ. ve Mirakhor, A.** : “İslami Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Gelişim”, **Ekonomik Gelişim ve İslami Finans**, Borsa İstanbul, 2014, s.281-306.
- **Badian, E.** : “Aerarium”, Encyclopedia Britannica. <https://www.britannica.com/topic/aerarium>, 2016, June 6.
- **Baita, A.J. ve Mustafa, D.** : “Appraisal of Economic Benefits of Sukuk in Financing Budget Deficits in Nigeria”, **Journal of King Abdulaziz University- Islamic Economics**, Vol.32, No.1, 2019, pp.145-158.
- **Bakkal S., Gürdal, T.** : “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, Cilt.2, Sayı.2, 2007, s.147-173.
- **Bakkal, U. ve Oktayer, N.** : “Dış Borçlanma ve Ödemeler Dengesi İlişkisi”, **Maliye Sempozyumu**, 2003, s.217-229.
- **Bal, H.** : “Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Çukurova Üniversitesi**, 1999.
- **Bal, H.** : **Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği, 2001.
- **Balassone, F., Francese, M. and Pace, A.** : “Public Debt and Economic Growth in Italy”, **Economic History Working Papers**, Number.11, 2011.
- **Balibek, A.A., Hürcan, Y. ve Öztopal, S.** : “Borç Yönetiminin Ekonomik ve Parasal Politikalarla Etkileşimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012, s.45-49.
- **Baloğlu, B.** : “Enflasyona Sebep Olan Tüketim Harcamalarının Sosyolojik Açılımı”, **İstanbul Journal of Sociological Studies**, Sayı.26, 2011, s.137-157.
- **Bangladesh Bank.** : “Liquidity Management Instruments for the Islamic Banks in Bangladesh”, **Study Report**, 2019, pp.1-57.
- **Bangura, S., Kitabire, D. ve Powell, R.** : “External Debt Management in Low-Income Countries”, **IMF Working Paper**, Policy Development Review Department, 2000, pp.3-34.
- **Bank Negara Malaysia** : “Government Investment Issue”, **FAQ**, 2022, pp.2-8.



- **Bank Negara Malaysia** : “Economic Developments in 2016”, **Bank Negara Publications**, 2016, pp.13-44
- **Bank Negara Malaysia** : “Economic Developments in 2015”, **Bank Negara Publications**, 2015, pp.11-78.
- **Bardakoğlu, A.** : “İcare”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.21, 2000.
- **Başçı, E.S.** : “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalar-daki Kullanımları”, **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Cilt.11, Sayı.12, 2003, s.18-33.
- **Bayındır, S.** : “Sermaye ve Tarihsel Süreçte Mali Aracı Kurumların Sermayeye Yaklaşım Tarzı”, **İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Sayı.4, 2001, s.175-190.
- **Bayındır, S.** : “Finansal Türev Varlıklar ve Bu Varlıklar Üzerine Yapılan Sözleşmelerin Fıkhî Tahlihi”, **İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Sayı.12, 2005, s.51-73.
- **Bayraktar, A.** : “Dış Borç Yönetiminde Risk Analizi ve Türkiye Örneği”, **Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı**, 2010.
- **Bayraktutan, Y. ve Demirtaş, I.** : “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı.22, No.2, 2011, s.1-28.
- **Becker, T.** : “Sovereign Bonds and Public Debt Management”, **IMF Research Bulletin**, Vol.4, No.3, 2003, pp.1-4.
- **Bedir, S. ve Karabulut, K.** : “İç Borçların Gelir Dağılımı Üzerine Etkileri”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.25, Sayı.1, 2011, s.13-30.
- **Berber, M. ve Artan, S.** : “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Türk Ekonomi Kurumu**, 2004.
- **Bilginoğlu M. ve Aysu A.** : “Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.31, 2008, s.1-23.
- **Bor, G., Ergün, N.ve Kaya, N.** : “Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanında Gelişmeler”, **Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80.Yılı Özel Sayısı**, 2003.
- **Bulir, A.** : “Income Inequality: Does Inflation Matter?”, **IMF Staff Papers**, Vol.48, No.1, 2001.
- **Bulutoğlu, K.** : **Kamu Ekonomisine Giriş**, İstanbul, Temat Yayını, 1977.
- **Büyükkakın, F. ve Bilal, E.** : “Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt.8, Sayı.14, 2016, s.33-55.



- **Calderón, C., Chong, A. and Loayza, N.** : “Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries”, **The World Bank Policy Research Paper**, No.2398, 2000.
- **Calderón, C. and Fuentes, J.R.** : “Government Debt and Economic Growth”, **Inter-American Development Bank Working Paper Series**, No.424, 2013, pp.2-42.
- **Cangöz, M.Ç.** : “Türkiye’de Dış Borç Sorunu: Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi Yüksek Lisans Tezi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 1994.
- **Cangöz M. ve Erdener G.** : “Dış Borç Yönetimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, Ankara Seçkin Yayıncılık, 2012, s.205-241.
- **Časni, A.C, Andabaka, A. and Sertić, M.B.** : “Public Debt and Growth: Evidence From Central, Eastern and Southeastern European Countries”, **Zb. Rad Ekon. fak. Rij**, Vol.32, No.1, 2014, pp.35-51.
- **Chapra, M.U.** : “Islam and the Economic Challenge”, **The Islamic Foundation and The International Institute of Islamic Thought**, 1995, Islamic Economics Series.17.
- **Christensen, J.** : “Domestic Debt Markets in Sub-Saharan Africa”, **IMF Working Paper**, No.04/46, 2004, pp. 3-22.
- **COMCECa.** : **Improving Public Debt Management in the OIC Member Countries**, Ankara, COMCEC Publications, 2017.
- **COMCECb.** : **Diversification of Islamic Financial Instruments**, Ankara, COMCEC Publications, 2017.
- **Cosio-Pascal, E.** : “The Debt Office and The Effective Debt Management Functions: An Institutional and Operational Framework”, **Inter-American Development Bank Publications**, 2006, pp.5-38.
- **Currie, E., Jean-Jacques, D. and Togo, E.** : “Institutional Arrangements for Public Debt Management”, **Policy Research Working Paper**, No.3021, 2003, pp.5-53.
- **Çakan, İ.L.** : “Abdullah b. Erkam”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.1, 1988.
- **Çaşkurulu, E.** : “İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve sonrası)”, Doktora Tezi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı**, 2007.
- **Çelen, M. ve Zülfüoğlu, Ö.** : “Klasik Kamu Borçlanma Teorisinin Oluşumu”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 25, Sayı, 2, 2008, s.289-308.
- **Çeştepe, H., Vergil, H. ve Ergun, H.** : “Hizmet Ticaretinin Büyümeye Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Analizi”, **Business and Economics Research Journal**, Vol.3., No.4., 2012, pp.91-105.



- **Çeştepe, H., Ursavaş,U. ve Güdenoğlu, E. :** “Türkiye’de Cari Açık ve Dış Borç Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi”, **1. Karadeniz ve Balkan Ekonomik ve Politik Araştırmalar Sempozyumu**, 2014.
- **Çetin, M. ve Şeker, F. :** “Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaretin Çevre Kirliliği Üzerindeki Etkisi: Türkiye İçin Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.21, No.2, 2014, s.213-230.
- **Çevik, N.K ve Cural, M. :** “İç Borçlanma, Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı.165, 2013, s.115-139.
- **Çiçek, H., Gözegir, S. ve Çevik, E. :** “Bir Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1990-2009)”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.11, Sayı.1, 2010, s.141-156.
- **Çoban, O., Doğanalp, N. ve Uysal, D. :** “Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Makroekonomik Etkileri”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 20, 2008, s.245-255.
- **Demir, G. :** “Dış Borçlanma ve Türkiye’nin Dış Borçları Üzerine Bazı Gözlemler”, **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı.2. 1988, s.219-237.
- **Demir, M. ve Sever, E. :** “Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.7, Sayı.25, 2008, s.170-196.
- **Demirgil, B. :** “Vergilerin Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Çalışma”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.19, Sayı.2, 2018, s.118-131.
- **Demirgil, B. :** “Türkiye’de Enflasyonun Belirleyicileri Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma”, **Journal of International Management, Educational and Economics Perspectives**, Vol.7, No.1, 2019, s. 13-21.
- **Dickey, D. A. and Fuller, W. A. :** “Likelihood Ratio, Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, **Econometrica**, Vol.49, No.4,1981, pp.1057-1072.
- **Diyanet İşleri Başkanlığı(a) :** **Kur’an Yolu Türkçe Meal ve Tefsir**, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 6.Baskı, Cilt.1, 2017.
- **Diyanet İşleri Başkanlığı(d) :** **Kur’an Yolu Türkçe Meal ve Tefsir**, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 6.Baskı, Cilt.4, 2017.
- **Diyanet İşleri Başkanlığı(e) :** **Hadislerle İslam 5**, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 4.Baskı, Cilt.7, 2020.
- **Diyanet İşleri Başkanlığı(g) :** **Hadislerle İslam 7**, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 4.Baskı, Cilt.7, 2020.



- **Dobson, S. and Ramlogan-Dobson, C.** : “Is There a Trade-Off Between Income Inequality and Corruption? Evidence from Latin America”, **Economics Letters**, Vol.107, No.2, 2009, pp.102-104.
- **Doru, Ö. ve Dabakoğlu, M.** : “Seçilmiş Ülkelerde Yüksek Teknolojili Ürün İhracatı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, **Bingöl Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt.5, Sayı.2, 2021, s.295-313.
- **Dönmez, İ.K.** : “Murabaha”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, 31.Cilt, 2006.
- **DPT.** : “Gelir Dağılımı Politikaları”, **VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, No.2370, 1994.
- **Dumlu U. ve Aydın Ö.** : “Ekonometrik Modellerle Türkiye İçin 2006 Yılı Gini Katsayısı Tahmini”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt.8, Sayı.1, 2008, s.373-393.
- **Dura, C.** : “Dış Borçlanmanın Olumsuz Etkileri”, **Ekonomi Yazıları**, 2013.
- **Durmuş, A.** : “İslam Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri”, **Tartışmalı İlimi İhtisas Toplantısı**, 2011, s. 57-109.
- **Dünya Bankası Veritabanı.** : <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.
- **Egeli, H. ve Tandırcıoğlu, H.** : “Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt.10, Sayı.10, 2009, s.7-30.
- **Eğilmez, M.** : **Makro Ekonomi, Türkiye’den Örneklerle, İstanbul**, Remzi Kitabevi Yayınları, 2.Baskı, 2010.
- **Eğilmez, M.** : **Hazine**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 9.Basım, 2011.
- **Eğilmez, M.** : **Ekonomide Analiz (Örnek Olaylar ve Çözümler)**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 9. Basım, 2018.
- **Ehsan, A. and Shahzad, M.A.** : “Bay Salam: A Proposed Model for Shari’ah Compliant Agriculture Financing”, **Business&Economic Review**, Vol.7, No.1, 2015, pp.67-80.
- **Eker, A., Bülbül, D.** : **Kamu Maliyesi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2. Baskı, 2016.
- **Emek, Ö.F.** : “Enflasyonun Gelir Eşitsizliği Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi”, Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2020.
- **Erdem, M., Şenyüz, D., Tatlıoğlu, İ.** : **Kamu Maliyesi**, Bursa, Ekin Yayınları, 6.Baskı, 2008.
- **Erdem, E.** : “Kur’an’da Riba (Faiz) Ayetlerinin Kademeli Nüzulu ve Üslubu: İslam’ın Ticaret, İnfak ve Finans Sistemi Üzerinden Bir İnceleme”, **İslam İktisadı Perspektifinden Faiz**, İstanbul, İktisat Yayınları, 2018, s.1-51.
- **Erdener, G. ve Çiçek, S.** : “Hazine Nakit Yönetiminin Modernizasyonu: Türkiye Deneyimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012, s. 243-278.



- **Erdinç, Z. ve Aydınbaş, G.** : “Cari İşlemler Açığının Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi”, **International Social Mentality and Researcher Thinkers Journal**, Vol.6, No.36, 2020, pp.1704-1717.
- **Erkal, M.** : “Beytül mâl”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.6, 1992.
- **Erkal, M.** : “Cizye”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.8, 1993.
- **Erkal, M.** : “Öşür”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.34, 2007.
- **Erkal, M.** : “Zekât”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.44, 2013.
- **Ertekin, Ş.** : “Kamu Borçlarının Gelir Dağılımı Üzerine Olası Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Panel Nedensellik Analizi”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt.16, Sayı.4, 2018, s.334-348.
- **Ewubare, D.B. and Morris, R.** : “Understanding the Nexus Between Foreign Institutional Loans and Income Inequality in Nigeria”, **Global Journal of Arts, Humanities and Social Sciences**, Vol.8, No.7, 2020, pp.55-68.
- **Farid, A.** : “How Can Pakistan Improve Its Rising External Debt Situations?”, **The Journal of Humanities and Social Sciences**, Vol.25, No.1, 2017, pp.11-26.
- **Frimpong, J.M. and Oteng-Abayie, E. F.** : “Aggregate Import demand and Expenditure Components in Ghana: An Econometric Analysis”, **Munich Personal RePEc Archive**, 2006, pp.2-19.
- **Gachuci, T. T.** : “National Debt and Income Inequality”, **School of Finance and Applied Economics Strathmore University Nairobi**, 2015.
- **Göçer, İ.** : “Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonometrik Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt.8, Sayı.1, 2013, s.213-242.
- **Göçer, İ. ve Peker, O.** : “Yabancı Doğrudan Yatırımların Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkileri Türkiye, Çin ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt.8, Sayı.1, 2014, s.87-116.
- **Göktaş, Ö.** : **Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi**, İstanbul Beşir Kitabevi, 2005.
- **Gujarati, D.** : **Örneklerle Ekonometri**, Ankara, BB101 Yayınları, 2016.
- **Güneş, H.** : “Seçilmiş OECD Ülkelerinde Vergi Gelirlerinin Enflasyona Etkisi”, **Fiscaeconomia**, Vol.4, No.2, 2020, pp. 422-436.
- **Gürdal, T. ve Yavuz, H.** : “Türkiye’de İç Borçlanma-Ekonomik Büyüme İlişkisi: 1990-2012 Dönemi Analizi”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.11, Sayı.1, 2015, s.117-129.



- **Gürler, A.S.** : “Devlet İç Borç Yönetimi OECD Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması” Uzmanlık Tezi, **DPT**, 1998.
- **Hamidullah, M.** : **İslam Peygamberi**, İstanbul, Beyan Yayınları, 2017.
- **Hanif, M.N.** : “Public Debt Management”, **The Journal of NIPA**, Vol.7, No.4, 2002, pp. 41-72.
- **Harold, N.Y.** : “Economic Analysis of Long and Short-Run Effects of Exports on Economic Growth in Cameroon (1980-2016)”, **Financial Markets, Institutions and Risks**, Vol.2, No.1, 2018, pp.50-57.
- **Hastings, N.A.J.** : **Physical Asset Management**, Springer, 2009.
- **Hazırolan, U.** : **Politika Koordinasyonu: Para Politikası ve Borç Yönetimi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2017.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “2021 Yılı Faaliyet Raporu”.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “Kamu Finansmanı İstatistikleri”.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “Kamu Borç Yönetimi Raporu”, Aralık 2020.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “Sabit Kira Ödemeli Kira Sertifikaları Yatırımcı Kılavuzu”, 2018, s.1-5.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “Altına Dayalı Kira Sertifikaları Yatırımcı Kılavuzu”, Aralık 2018, s.1-14.
- **Hazine ve Maliye Bakanlığı** : “Yeni Ekonomi Programı”, (2021-2023).
- **Ibhagui, O.W.** : “External Debt and Current Account Adjustments: The Role of the Trade Openness”, **Cogent Economics&Finance**, Vol.6, No.1, 2018, pp.1-42.
- **IFSB.** : “Revised Capital Adequacy Standard For Institutions Offering Islamic Financial Services”, 2013.
- **IMF and World Bank.** : **Guidelines for Public Debt Management**, Prepared by the Staffs of the IMF and the World Bank, 2001.
- **IMF and World Bank.** : **Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document**, Prepared by the Staffs of the IMF and the World Bank, 2002.
- **Iqbal, Z. ve Lewis, M.K.** : **Yönetişime İslami Bakışlar**, İstanbul, İktisat Yayınları, 1.Baskı, 2019.



- **Islahi, A.A.** : **Contributions of Muslim Scholars to Economic Thought and Analysis**, Saudi Arabia, Scientific Publishing Centre, King Abdulaziz University, 2005.
- **Islamic Fiqh Academy and Islamic Research and Training Institute** : “Resolutions and Recommendations of the Council of the Islamic Fiqh Academy 1985-2000”, **Islamic Development Bank Publications**, First Edition, 2000, pp.3-269.
- **Ismail, N. and Dewi, B.R.** : “Maqasid Shari’ah’s View and its Solution on Foreign Debt in Indonesia”, **Global Review of Islamic Economics and Business**, Vol.1, No.3, 2014, pp.229-239.
- **İlhan, B.** : “Türkiye’de Kira Sertifikalarının Tahvil, Döviz Kuru ve BİST100 ile Karşılaştırmalı Performans Ölçümü Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.20, Sayı.29, 2021, s.1574-1585.
- **İnce, M.** : **Devlet Borçları ve Türkiye**, Ankara, Gazi Kitabevi, 6.Baskı, 2001.
- **İyidiker, H. ve Özüğurlu, Y.** : “Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Reel Kesim Üzerindeki Etkileri”, **16. Maliye Sempozyumu**, 2001.
- **Jawaid, T and Raza, S.A.** : “Dynamics of Current Account Deficit A Lesson From Pakistan”, **Transition Studies Review** **19**, 2012, pp.357-366
- **Kahf, M.** : “Instruments of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy”, **IRTI Research Paper**, 1992.
- **Kahf, M.** : “İslam İktisadında ve Finansında Riba”, **İslam ve İktisadi Hayat, Ana Konular ve Metinler**, İktisat Yayınları, 2019, s. 121-140.
- **Kalaycı, S, Aytemiz, L.** : “İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim ve Helhel, Y. Etkileşimleri: Türkiye Örneği”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt.19, Sayı.221, 2004, s.80-87.
- **Kalaycı, S. Y., Öztürk, A.** : “Türkiye’de Eğitim, İşsizlik ve Enflasyona Dayalı Gelir Dağılımı Adaletsizliği”, **International Periodical for the Languages, Literature and History of Turkish or Turkic**, Vol.12, No.31, 2017, s.151-168.
- **Kalhor, N.** : “How Iran Plans to Cover Its Budget Deficit”, **Al-Monitor**, 2016.
- **Kallek, C.** : “Haraç”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.16, 1997.
- **Kallek, C.** : “Mudarabe”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.30, 2005.
- **Kallek, C.** : **Sosyal Servet: İslam’da Yönetim-Piyasa İlişkisi**, İstanbul, Klasik Yayınları, 2015.
- **Kanca, O.C., Bayrak, M.** : “Vergilerin Gelir Dağılımı Üzerindeki Belirleyiciliği: Panel Veri Analizi”, **Atatürk Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt.23, Sayı.4, 2019, s.1495-1514.



- **Kapingura, F.M. and Ikhide, S. :** “Macroeconomic Determinants of Liquidity of the Bond Market in Africa: Case Study of South Africa”, **Journal of Economics and Behavioral Studies**, Vol. 7, No.3, 2015, pp. 88-103.
- **Kapingura, F. and Makhetha-Kosi, P. :** “The Causal Relationship between the Bond Market Development and Economic Growth in Africa: Case Study of South Africa”, **Mediterranean Journal of Social Sciences**, Vol.5, No.3, 2014, pp.126-131.
- **Karabulut, E. ve Saraç, M. :** “Doğal ve Sosyal Çevreye Duyarlı Yatırımda Ortaklığa Dayalı Sukuk Modeli”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt.15, Sayı.1, 2021, ss.27-59.
- **Karagöz, K. ve Ergün, S. :** “Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Kaynakları: Ekonometrik Bir Değerlendirme”**SDÜ İİBF Dergisi**, Cilt.15, Sayı.2, 2010, s.169-185.
- **Karataş, H. :** **Hazine, Nakit, Borç ve Risk Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2019.
- **Karlin, P. :** “Income Inequality in OECD Countries with Increasing Public Debt and Varying Economic Performance”, Master Thesis, **University of Vaasa**, 2018.
- **Kartini, E. and Milawati, M. :** “How Sukuk and Conventional Bond Affect Economic Growth? Evidence from Indonesia”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol.10, No.5, 2020, pp.77-83.
- **Kesikoğlu, F., Yıldırım, E. ve Çeştepe, H. :** “Cari Açığın Belirleyicileri: 28 OECD Ülkesi İçin Panel Var Analizi”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.9, Sayı.2, 2013, s.15-34.
- **Keskin, M. :** **Merkez Bankası ve Hazine**, Ankara, Astana Yayınları, 2.Baskı, 2020.
- **Keskin, N. :** “Kamu Finansmanında Perakende Borçlanma: Ülke Örnekleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi, **Hazine Müsteşarlığı**, 2009.
- **Khaled, A.M. and Guan, T.W. :** “Causality Tests of Budget and Current Account Deficits: Cross-Country Comparisons”, **Empirical Economics**, Vol.24, No.3, 1999, pp.389-402.
- **Khudari, M. :** “The Role of Economic and Financial Factors In Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study”, **International Journal of Industrial Management**, Vol.3, 2017.
- **King, R.G. and Levine, R. :** “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.108, No.3, 1993, pp.717-37.
- **Koyuncu, F. T., ve Tekeli, S. :** “1990 sonrası Dönemde Türkiye’de Dış Borç Stoku Üzerinde Etkili Olan Ekonomik Faktörlerin Analizi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt.2, Sayı.1, 2010, s.123-130.
- **Köstekçi, A. ve Yıldız, F. :** **Kamu Borç Yönetimi: Türkiye ve OECD Ülke Uygulamaları**, Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2019.



- **Krugman, P.R.** : “Market-Based Debt-Reduction Schemes”, **NBER Working Paper Series**, No.2587, 1988.
- **Kumaş, M.S.** : “Bir Finansman Yöntemi Olarak İş Ortaklığı Uygulaması: Mudarabe-Com-menda Karşılaştırması”, **Uludağ Üniversitesi İlahiyat, Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:1, 2006, s.369-383.
- **Kwalingana, S. and Nkuna, O.** : “The Determinants of Current Account Imbalances in Malawi”, **Munich Personal RePEc Archive**, No.14694, 2009.
- **Larch, M.** : “Fiscal Performance and Income Inequality: Are Unequal Societies More De-ficit-prone? Some Cross Country Evidence”, **KYKLOS**, Vol.65, No.1, 2012, pp.53 - 80.
- **Ledhem, M.A.** : “Does Sukuk Financing Boost Economic Growth: Empirical Evidence from Southeast Asia”, **PSU Research Review**, 2020.
- **Lessard, R.D.** : “International Financing for Developing Countries”, **World Bank Staff Working Paper**, No.783, 1986.
- **Lienert, I.** : “Modernizing Cash Management”, **International Monetary Fund Fiscal Affairs Department Technical Notes and Manuals**, 2009, pp.1-22.
- **Maana, I., Owino, R. and Mutai, N.** : “Domestic Debt and Its Impact on the Economy: The Case of Kenya”, **The 13th Annual African Econometric Society Conference**, 2008.
- **Mackinon, J.M.** : “Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol.11, 1996, pp.601-618.
- **Maki, D.** : “Tests for Cointegration Allowing for An Unknown Number of Breaks”, **Econo-mic Modelling**, Vol.29, No.5, 2012.
- **Mawardi, İ., Widiastuti, T. and Anova, D.F.** : “Public Debt as a Source of Financing for Government Expenditures in the Perspective of Islamic Scholars”, **Humanities and So-cial Sciences Reviews**, Vol 7, No 4, 2019, pp.285-290.
- **Mitsaliyandito, R.,Q. and Arundina, T.** : “Dynamic Relationship between Sovereign Bond and Sukuk Market Developments in Indonesia”, **Pertanika Journal of Social Sciences and Humanities**, Vol.26, 2018, pp.27-38.
- **Monnin, P.** : “Inflation and Income Inequality in Developed Economies”, **CEP Working Paper Series**, 2014.
- **Muli, J.M.** : “Relationship Between External Debt Servicing and Current Account Balan-ce in Kenya”, The Research Project, **Kenyatta University**, 2018.
- **Muneza, A., Nafiz,A.R. and Badeu, F.N.** : “Developing Regional Healthcare Facilities in Maldives through Mudharabah Perpetual Sukuk”, **International Journal of Management and Applied Research**, Vol.6, No.2, 2019, pp.82-96.



- **Naifar, N., Mroua, M. and Bahloul, S. :** “Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New Evidence”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.41, No.1, 2017, pp.65-74.
- **Narayan, P.K. and Smyth, R. :** “What Determines Migration Flows From Low-Income To High-Income Countries? An Empirical Investigation of Fiji-U.S. Migration 1972-2001”, **Contemporary Economic Policy**, Vol.24, No.2, 2006, pp.332-342.
- **Nart, E.Ç. :** “Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah”, Doktora Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2013.
- **Nath, S. :** “External Debt and Twin Deficits in India (1971-2019): An Econometric Analysis”, **IOSR Journal of Economics and Finance**, Vol.12, No.2, 2021, pp.1-10.
- **Ndinda, K.D. :** “The Relationship between the Government Bond Issues and Economic Growth in Kenya”, Master Thesis, **University of Nairobi**, 2012.
- **Nurcan, C.A. :** “Türk Mali Sistemi İçerisinde TCMB ve Hazine İlişkilerinin Rolü”, Yüksek Lisans Tezi, **Hacettepe Üniversitesi SBE**, 2006.
- **Obiero, W.L. and Topuz, S.G. :** “Do Public and Internal Debt Cause Income Inequality? Evidence from Kenya”, **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, 2021.
- **Onogbosele, D.O. and Ben, M.D. :** “The Impact of Domestic Debt on Economic Growth of Nigeria”, **Asian Research Journal of Arts & Social Sciences**, Vol.1, No.3, 2016, pp.1-13.
- **Orhonlu, C. :** “Hazine”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.17, 1998.
- **Oskay, C. :** “Türkiye’de Dış Borçlar ve Avrupa Borç Krizinin Olası Yansıması Üzerine Bir Değerlendirme”, **Bütçe Dünyası Dergisi**, Cilt.2, Sayı.34, 2010, s.85-75.
- **Öner, A. :** “Dört Halife Dönemi’nde Beytül-mâl”, Doktora Tezi, **Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2018.
- **Özalp, P. :** “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çabaları”, Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi, **TCMB**, 2003.
- **Özcan, K.M. ve Günay, A. :** “Türkiye’de Özel Tasarrufları Belirleyen Unsurlar”, **Türkiye’de Tasarruflar**, İmaj Yayınevi, 2011.
- **Öztürk, M.K. :** “Vekâlet Yönteminin İslami Finanstaki Yeri ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi”, Doktora Tezi, **İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi SBE**, 2019.
- **Özyıldız, R.H. :** **Hazine ve Kamu Finansmanı-Devlet Neden ve Nasıl Borçlanır?**, Ankara, Yetkin Yayınları, 2020.



- **Pesaran, H. M., Sing, Y. and Smith, R.J.** : “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 16, 2001, pp. 289-326.
- **Philips, P.C.B. and Perron, P.** : “Testing For a Unit Root In Time Series Regression”, **Bio-metrika**, Vol.75, No.2, 1988, pp.335-346.
- **Poyraz, G.** : “Modern Bankacılığın Kökleri ve İslam Medeniyetlerinde Finansal Enstrümanlar”, **Faiz Meselesi (Tarihte Örnek Uygulamalar)**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1.Baskı, 2019, ss.252-271.
- **Prechel, H.** : “The Effects of Exports, Public Debt and Development on Income Inequality”, **The Sociological Quarterly**, Vol.26, No.2, 1985, pp.213-234.
- **Puente-Ajovín, M. and Sanso-Navarro, M.** : “Granger Causality Between Debt and Growth: Evidence from OECD Countries”, **International Review of Economics and Finance**, Vol.35, 2015, pp. 66-77.
- **Putunoi, G.K and Mutuku, C.M.** : “Domestic Debt and Economic Growth Nexus in Kenya”, **Current Research Journal of Economic Theory**, Vol.5, No.1, 2013, pp. 1-10.
- **Reed, M., Najarzadeh, R. and Sadati, Z.H.** : “Analyzing the Relationship between Budget Deficit, Current Account Deficit, and Government Debt Sustainability”, **Journal of WEI Business and Economics**, Vol.8, 2019, pp. 20-31.
- **Romer, D.** : **Advanced Macroeconomics**, New York, McGraw-Hill, 3rd Edition, 2006.
- **Ross, S.** : “What is the relationship between Money supply and GDP?”, <https://www.investopedia.com/>, Erişim Tarihi: 20.05.2022.
- **Rothbard, M. N.** : **Economic Thought Before Adam Smith: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought**, Vol.1, H.Edward Elgar Publishing, 2006.
- **Sachs, J.D.** : “Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis”, **University of Chicago Press**, Vol.1, 1989, pp.255-295.
- **Said, A. ve Grassa, R.** : “The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?”, **Journal of Applied Finance & Banking**, Vol.3, No. 5, 2013, pp.251-267.
- **Salti, N.** : “Income Inequality and the Composition of Public Debt”, **Journal of Economic Studies**, Vol. 42, No. 5, 2015, pp.821-837.
- **Sanyal, P., Ehlen, M.** : “The Interactions of Public Debt, Income Inequality and Economic Growth for U.S. States: A Bayesian Non-parametric Analysis”, **Empirical Economics Review**, Vol.7, No.1, 2017, pp.57-101.
- **Sarı, M.** : “Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları”, Uzmanlık Yeterlik Tezi, **TCMB**, 2004.



- **Say, J. B. :** *A Treatise on Political Economy*, Batoche Books Kitchener, 2001.
- **Sayed, A. :** “Income Inequality and Public Debt: What Can be Learned from the Lebanese Indebtedness?”, *Business and Economic Research*, Vol.10, No.4, 2020, pp.83-106.
- **Sevüktekin, M. ve Çınar, M. :** *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi (Eviews Uygulamalı)*, Bursa, Dora Yayıncılık, 5.Baskı, 2017.
- **Shazali, A. :** “Sustainability of Sukuk and Conventional Bond During the Financial Crisis in the Perspective of Malaysia”, *Universiti Teknologi Mara*, 2018.
- **Sheikh, M.R. Faridi, M.Z. and Tariq, K. :** “Domestic Debt and Economic Growth in Pakistan: An Empirical Analysis”, *Pakistan Journal of Social Sciences*, Vol.30, No.2, 2010, pp.373-387.
- **Sıddıqı, M.N. :** *Ekonomide Devletin Rolü: İslami Bir Bakış Açısı*, İstanbul, İktisat Yayınları, İktisat Politikası Dizisi:3, 2018.
- **Singh, C. :** “Domestic Debt and Economic Growth in India”, *Economic and Political Weekly*, Vol.34, No.23, 1999, pp.1445-1453.
- **Siyasanga, D. and Hlalefang, K. :** “Dynamic Impact of Money Supply on Economic Growth in South Africa. An ARDL Approach”, *Journal of Business and Economics Development*, Vol. 2, No. 4, 2017, pp. 2-18.
- **Smaoui, H. and Nechi, S. :** “Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?”, *Research in International Business and Finance*, Vol.41, 2017, pp.136-147.
- **Smith, A. :** *An Inquiry into The Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Metalibri, 2007.
- **Spilioti, S. :** “The Relationship Between The Government Debt and GDP Growth: Evidence of The Euro Area Countries”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.12, No.1, 2015, pp. 174- 178.
- **Storkey, I. :** “Government Cash and Treasury Management Reform”, *The Governance Brief*, No.7, 2003.
- **Sugözü, İ. H., Erdoğan, S. ve Ulaşan, E. :** “Faiz Harcamalarının Gelir Dağılımına Etkisi ve Gelir Dağılımını Bozan Faktörler Üzerine Bir Uygulama: Türkiye Örneği”, *Elektronik Makale*, Cilt.12, Sayı.12, 2017, s.231-250.
- **Sugözü, İ.H. ve Yiyit, M. :** “Borçlanmanın Enflasyona Etkisi Üzerine Teorik Yaklaşımların Temel Özellikleri”, *Maliye Dergisi*, Sayı.158, 2010, s.365-373.
- **Suriani, Majid, M.S.A., Masbat,R. :** “Macroeconomic Determinants of the and Wahid, N. A. Capital Market in Indonesia: A Comparative Analysis”, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, Vol.7, No.2, 2018, pp.1-17.



- **Süler, O. :** “Hazine İşlemleri ve Türkiye Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, **Yıldız Teknik Üniversitesi SBE**, 2014.
- **Sümer, E. :** “Türkiye’de Dış Borç Faiz Ödemelerinin Gelir Dağılımına Etkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı” **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt.9, Sayı.1, 2021, s.42-58.
- **Sümer, E. :** “Sukukun Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi”, Uzmanlık Tezi, **TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı**, 2020.
- **Sümer, E. :** “Sukukun Aslına Uygun Gelişimi ve Proje Finansmanında Kullanılması İçin Öneriler”, **TKBB Yayınları**, No.8, 2018, s.69-106.
- **Sümer, E. :** “Sukuk Piyasası: Çeşitleri, Gelişimi, Mevzuatı, Dünya Örnekleri ve Türkiye Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2015.
- **Şahin, H. :** **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi- Bugünkü Durumu**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000.
- **Şeker, M. :** “Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri”, **Sosyoekonomi**, Cilt.3, Sayı.3, 2006, s.73-92.
- **Tandberg, E. :** “Treasury System Design: A Value Chain Approach”, **IMF Working Paper**, No.5/153, 2005, pp.3-27.
- **Tarı, R. ve Kumcu, F.R. :** “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003)”, **Kocaeli Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.9, No.1, 2005, s.156-179.
- **TCMB. :** “Enflasyonun Nedenleri”, <https://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 19.05.2022.
- **Terzi, T.A. :** **Hazine-i Hassa Nezareti**, Ankara, Türk Tarih Kurumu, 2000.
- **Terzi, H. ve Oltulular, S. :** “Enflasyon-Büyüme Sürecinde Sabit Sermaye Yatırımları”, **Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi**, Vol.20, No.1, 2010.
- **Teyyare E. ve Sayaner K. :** “Türkiye’de Gelir Eşitsizliğinin Maliye Politikası Araçları ve Kurumsal Faktörler Açısından Analizi ve Çözüm Önerileri”, **Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi Dergisi**, Cilt.8, Sayı.16, 2018, s.309-334.
- **Tiryaki, M.F. :** “Türkiye’de Tarım Sektörünün Finansal Yapısı ve Tarımın Finansmanı Üzerine Bir Çalışma: Alternatif Bir Finansman Yöntemi Olarak Selem Sözleşmeleri”, Yüksek Lisans Tezi, **Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2021.
- **Tiwari, A.K., Shahbaz, M. :** “Does Financial Development and Islam, F. Increase Rural-Urban Income Inequality? Cointegration Analysis In the Case of Indian Economy?”, **International Journal of Social Economics**, Vol.40, No.1, 2013, pp.151-168.



- **Toda, H. Y. and Yamamoto, T. :** “Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes”, **Journal of Econometrics**, Vol. 66, No.1-2, 1995, pp.225-250.
- **Tomar, C. :** “Müsadere”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, Cilt.32, 2006.
- **Tunç, H. :** **Katılım Bankacılığı (Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması)**, İstanbul, Nesil Yayınları, 2010.
- **Tung, L.T. :** “Can Public Debt Harm Social Development? Evidence from the Asian-Pacific Region”, **Journal of International Studies**, Vol.13, No.2, 2020, pp.48-61.
- **Turan N., Kaya M., Köker E. ve Akkaş, H. :** “Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Dünyada ve Türkiye’de İç Borçlanma Piyasalarının Gelişimi”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012, s.169-203.
- **Tüğen, K. :** “Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, **Maliye Yazıları Dergisi**, Sayı 29, 1990, s.61-67.
- **Udovitch, A. :** **Partnership and Profit in Medieval Islam**, Princeton University Press, 1970.
- **Udovitch, A. :** “At The Origins of the Western Commenda: Islam, Israel, Byzantium?”, **The University of Chicago Press Journals**, Vol.37, No.2, 1962, pp.198-207.
- **UNCTAD. :** “Effective Debt Management”, **The DMFAS Programme**, 1999.
- **Usmani, M.T. :** **An Introduction to Islamic Finance**, Karachi, 1998.
- **Ünsal, N. , Nakipoğlu, E. ve Pazarçık, O. :** **Türkiye’de Dış Kredi Kullanımı**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları, No.380, 1989.
- **Ürper, T.D. :** “Kamu Harcamalarının Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2018.
- **Üzümcü, A. ve Kırpık, N. :** “Türkiye Ekonomisinde 1980-2014 Döneminde Cari İşlemler Bilançosu Açıkları ve Dış Borçlanma İlişkisinin Analizi”, **1. Uluslararası Kafkasya-Orta Asya Dış Ticaret ve Lojistik Kongresi Bildiriler Kitabı**, 2015.
- **Vergil, H. :** “Türkiye Ekonomik Büyümesi ve Kalkınması”, **Türkiye’nin Kalkınma Reformu: Faizsiz Finans Sisteminin Güçlendirilmesine Yönelik Öneriler**, İktisat Yayınları, 1.Baskı, 2021, s.209-288.
- **Vergil, H. ve Erdoğan, S. :** “Döviz Kuru-Ticaret Dengesi İlişkisi: Türkiye Örneği”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.5, Sayı.9, 2009, ss. 35-57.
- **Wheeler, G. :** **Sound Practice in Government Debt Management**, The World Bank Publications, 2004.



- **Williams, M. :**“Government Cash Management: Good and Bad Practice”, **The World Bank Internal Technical Note**, 2004.
- **Williams, M. :** “Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies”, **IMF Technical Notes and Manuels**, 2010.
- **Xian, L.J., Leong, R.L.H., Chun, W.K., Yee, W.S. and Wen, Y.J. :** “Comparison Between Performance Of Sukuk and Conventional Bond In Malaysia”, **Universiti Tunku Abdul Rahman**, 2015.
- **Yalta, A.Y. :** “Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar”, <http://www.acikders.org.tr>, Erişim tarihi: 20.12.2020.
- **Yanpar, A. :** **İslami Finans, İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2015.
- **Yeniçeri, C. :** **İslam’da Devlet Bütçesi**, İstanbul, Şamil Yayınevi, 1984.
- **Yeniçeri, C. :** “Cehbez”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, 7.Cilt, 1993.
- **Yesuf, A. J. :** “Islamic Economics and Finance in Sudan: An Overview”, **İKAM**, Report No.4, 2017, pp.3-57.
- **Yıldız, F. :** “Türkiye Ekonomisinde Dış Borç, Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisinin Analizi”, **MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt.8, Sayı.4, 2019, s.3416-3438.
- **Yılmaz, B.E. :** “Devlet Borçları”, **İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim**, http://au-zefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/maliye_ue/devletborclari, Erişim Tarihi: 20.06.2020.
- **Yılmaz, B.E. :** “GT ve Kamu Borçlanması Üzerine”, **Keynes’in Genel Teorisi Üzerine**, Kal-kedon Yayınevi, 2012, s.1-20.
- **Yılmaz, Y., Bilgiçoğlu, H. :** “Etkin Varlık Yönetimi ve Şener, M.B. Açısından Hazine Alacakları”, **Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2012, s.279-309.
- **Yiğit, İ. :** “Emeviler”, **TDV İslam Ansiklopedisi**, 11.Cilt, 1995.
- **You, J. and Dutt, A. K. :** “Government Debt, Income Distribution and Growth”, **Cambridge Journal of Economics**, Vol.20, No.3, 1996, pp. 335-351.
- **Yurttadur, M ve Yıldız, İ. :** **Faizsiz Finans**, İstanbul Beta Yayıncılık, 2017.
- **Zajic, A. :** “Introduction to Akaike Information Criterion (AIC)”, **Towards Data Science**, 2019.
- **Zekvan, S.B. :** **Es-Sîre**, Ankara, Ankara Okulu Yayınları, 2016.

