

## **KAMU BORÇLANMASI TEORİSİNDE ANALOJİ: DOĞRU MU YANLIŞ MI?<sup>1</sup>**

**Yazan: James M. Buchanan**

1986 Nobel Ekonomi Ödülü Sahibi

**Tercüme Eden: Yiğit Yılmaz<sup>2</sup>**

Bu çalışmada kamu borcu ile özel borç arasındaki yanlış analojiyi inceleyeceğim. Analitik model esasen klasik iktisadın varsayımlarını bünyesinde barındırmaktadır. Dış kamu borcu söz konusu olduğunda kamu borcu-özel borç benzetmesinin daha uygun olduğu neredeyse herkes tarafından kabul edildiğinden, buradaki tartışmayı iç kamu borcu ile sınırlandıracağım.

### **Yanlış Analojinin Temeli**

Yine, yeni ortodoksinin savunucularının analojinin yanlışlığı ilan edildiğinde tam olarak ne demek istediklerini belirlemeye çalışabiliriz. Bu başlı başına zor bir görevdir; açıklık bu alandaki literatürün karakteristik özelliklerinden biri değildir. Daha önce de önerildiği gibi, en açık ifadelerin, yeni yaklaşımın daha aşırı savunucularının eserlerinde bulunması muhtemeldir. Pedersen şöyle demektedir:

Devlet, ek fonlar üzerinde tasarruf yetkisine sahip değildir; çünkü bu fonlar zaten onun yetki alanındadır ve gerçekte vergilendirme yoluyla elde edilmiştir.

Bu nedenle, devlet tarafından sağlanan bir iç borç, böyle bir işlemin temel özelliklerinin hiçbirine sahip olmadığı için, gerçekte sıradan bir borç değildir. . . . Bir iç borçlanma, olağan borçlanmaya yalnızca biçimsel açıdan benzemektedir ve özel borçlanmaya yapılan her benzetmenin tamamen yanlış olması gerektiği açıktır.<sup>3</sup> (İtalikler eklenmiştir.)

İkinci bir örnek olarak Nevins'in daha yakın tarihli çalışmasını aktarabiliriz:

.... bir hükümet tarafından yapılan iç borçlanma hiçbir şekilde toplumun zenginliğine bir ilaveyi göstermez, dolayısıyla hükümet tarafından yapılan faiz ve sermaye ödemeleri hiçbir şekilde toplumun kullanılabilir zenginliğinde bir azalmayı ortaya koymamaktadır....Özel

---

<sup>1</sup> Buchanan, J. M. "The Analogy: True or False", in: The Collected Works of James M. Buchanan, vol. 2. Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement, Foreword by Geoffrey Brennan Indianapolis: Liberty Fund, 1999.

<sup>2</sup> Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, E-mail: yigit\_bal\_ksk@hotmail.com  
ORCID ID: 0000-0003-1251-8862

<sup>3</sup> Jorgen Pedersen, as cited in Alvin H. Hansen, *Fiscal Policy and Business Cycles* (New York, 1941), p. 142.

bir kişi gelirinin ötesinde yaşayabilir ve torunlarının sahip olduğu servete zarar verebilir, ancak -mevcut bağlamın dışında kalan uluslararası transferler hariç olmak üzere- toplum, sadece parasal borç yaratarak imkânlarının ötesinde yaşayamaz, bu tür borçlar gelecek nesillerin kullanabileceği kaynaklar üzerinde herhangi bir yük oluşturmaz.<sup>4</sup>

Yukarıdaki ifadelerde ilk bakışta birkaç nokta hemen göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki, daha önce de belirttiğimiz gibi, yanlış analogi argümanının ne gelecekteki yük argümanından ne de iç-dış borç argümanından bağımsız olmadığıdır. Üç temel önermeden birine ilişkin herhangi bir tartışma, diğer ikisine ilişkin bazı değerlendirmeleri de içermelidir. Dolayısıyla, üç önermenin her birini ayrı ayrı tartışmak önemli ölçüde fazlalık yaratacaktır. Üzerinde durulması gereken ikinci nokta, ulusal bilanço üzerindeki etkilere vurgu yapılmasıdır. Okuyucuyu etkileyen üçüncü nokta, görünürdeki basitlik ve çıkarım yoluyla analizin bariz geçerliliğidir. Bu basitlik önemlidir çünkü aksi takdirde bu husus, mantıklı bilim insanlarının asla yapmayacağı hataları maskeleyen hizmet edecektir.

### **Gerçeğe Dayalı İfadeler**

Bir iç borç yaratıldığında, kamu kullanımına yönelik kaynaklar ekonomi içindeki özel kullanımlardan çekilmektedir. Dolayısıyla borç yaratılması ve buna bağlı olarak kamu projelerinin finanse edilmesi, toplumun refahını artırmaya ya da ona katkıda bulunmaya yönelik hiçbir şey yapmamaktadır. Bu elbette ilk yaklaşım olarak temelde doğrudur ve anlaşılması için zor bir akıl yürütme gerektirmemektedir.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Edward Nevins, *The Problem of the National Debt* (Cardi, 1954), pp. 22-23. Cited by permission, University of Wales Press.

<sup>5</sup> Ancak biraz daha sofistike bir analiz düzeyinde, bu ifadenin bile nitelendirilmesi gerekmektedir. Soyut anlamda, geçerliliği, ilgili kaynakların marjinal verimliliklerinin kamu ve özel istihdamlarda eşit olmasını ve işlemin "marjinalde" olmasını gerektirir. Ancak, kaynak verimliliğinin değerlendirilmesi konusu hemen gündeme geldiğinden, cevapladığından daha fazla soruyu akla getirmektedir. Kamu mallarının doğası gereği, piyasa fiyatları bu tür karşılaştırmalı değerlendirmeye yardımcı olmaya uygun değildir. Kaynakların kamu istihdamından özel istihdama kaydırılması ya da tam tersinin toplumsal zenginliğe katkıda bulunduğuna karar verilebilmesi hususunda, bireylerin bu kaydırmayı desteklemek için ortaya koydukları tercihleri temel alınmalıdır. Bir borç yaratma-kamu harcaması kararının rasyonel bir şekilde verildiğini varsayarsak, vergi mükellefi grubunun tercih edilen bir konuma geçtiği yargısına varılmalıdır. Dolayısıyla bu anlamda toplumsal refahın arttığı söylenebilir. Ancak borç veren grup kadar borç alan grup da en azından öncesinde subjektif anlamda fayda sağlamış olmalıdır. Değişimden elde edilen kazançlar karşılıklıdır ve sözleşmenin her iki tarafı da bazı avantajlar beklemektedir. Borç verenler, kamu menkul kıymetinden (oran, azaltılmış risk veya diğer hususlar açısından) bazı farklı getiriler elde edeceklerini varsayarken, borç alanlar (vergi mükellefleri) kamu projesinin borçlanma oranını aşan bir "sosyal" getiri oranı sağladığını varsaymalıdır. Elbette aynı bireylerin çoğunu içeren her iki grubun serveti, öznel olarak hesaplanan anlamda artmaktadır. Ancak metinde alıntılanan artışın bu türden olmadığı açıktır.

## Gerçeklerden Çıkarımlar

Yeni ortodoksi, doğru olgusal ifadelerden yanlış çıkarımlar yapmaktadır. Yukarıda alıntılanan ifadede açıkça belirtilmese de, bireyin (veya dışarıdan borçlanan kamu kuruluşunun) bir şekilde borçlanma işlemi ile servetini artırabileceği çıkarımı ortadadır.<sup>6</sup> Muhasebe eğitimine yeni başlayan bir ikinci sınıf öğrencisi, bu çıkarımın içerdiği yanlışlığı görebilir. Teminat altına alınan varlık tam olarak üstlenilen yükümlülük (borç) tarafından belirlenir. Borçlunun bilançosu başka türlü etkilenmez. Borçlunun olumlu beklentilerini hemen sermayeye dönüştürmediğini varsayarsak, net değerde nesnel anlamda bir değişiklik meydana gelmez. Borç veren için durum daha da açıktır. Tek bir varlık kalemini, diyelim ki özel krediyi kullanırmak üzere özel menkul kıymeti satın almak için kullandığı nakit parayı kullanacaktır. Başka bir varlık kalemi yazacak, diyelim ki kredi alacakları. Net değerde hiçbir değişiklik olmaz. Elbette borç alan kişi şu anda daha büyük miktarda kaynak üzerinde hâkimiyet kurmaktadır, ancak bu onun nesnel olarak belirlenmiş servet konumunu etkilemez. Öte yandan borç veren, kaynaklar üzerindeki mevcut hâkimiyetinden bir miktar vazgeçer, ancak bu kendi başına net değerini azaltmaz. Mevcut kaynaklar üzerindeki bu hâkimiyetin yerini, gelecekteki kaynaklar üzerinde bugünkü değeri taşıyan bir hak talebi almaktadır.

Şimdi, bir iç kamu borçlanma işleminin muhasebe yönlerini daha dikkatli bir şekilde incelemeye geçebiliriz. Öncelikle devlet tahvillerine ödenecek faiz oranının marjda yapılan özel yatırımların getiri oranına eşit olduğunu varsayalım. Bu, işlemin tahvil alıcısı için marjinal bir işlem olduğunu varsaymak anlamına gelmektedir. Ayrıca kamu projesinin, şahısların bireysel bilançolarını oluştururken, değerini hesaba katmayacakları bir nitelikte olduğunu varsayalım. Aynı kişilerin gelecekteki vergi ödemelerini sermayeleştirmede de varsayacağız. Bu son iki varsayım kamu borçlanmasının çoğu durumu için yeterince gerçekçi görünmektedir.

Tahvil alıcısı devlet tahvilini satın aldığı anda, nakit veya özel tahviller gibi başka bir varlığı çeker ve bunu devlet tahvilleriyle değiştirir. Net değerinde herhangi bir değişiklik meydana gelmez. Varsayım gereği, vergi mükellefi bilançosuna ne kamu varlığının sermaye değerini ne de gelecekteki vergi ödemelerinin iskonto edilmiş değerini dâhil eder. Dolayısıyla, toplamda, bireysel bilançolar kamu borcu yaratılmasından etkilenmemektedir. Bu nedenle, kamu borcunun ilk yaratıldığı dönem için, iç kamu borcu ile özel borç arasında bir fark olmadığı sonucuna varmamız gerekmektedir. Bu noktaya kadar yapılan benzetmede herhangi bir yanlışlık yoktur.

Bu ilk dönemden sonraki dönemler dikkate alındığında, analojinin daha sarsıcı bir zemine oturduğu görülmektedir. Yurtiçi tahvil sahipleri ödenen faizi yurtiçi vergi mükellefleri

---

<sup>6</sup> Herhangi bir piyasa işleminin rasyonel olması için gerekli olan değişimin yapılmasından elde edilen kazancın ötesinde. Önceki dipnota bakınız.

tarafından vergi olarak aldıklarına göre, bir kamu borcuna faiz ödenmesi kendi başına toplam bireysel net servette nasıl bir azalmayı temsil edebilir? Ancak açıkça görülüyor ki, özel bir borca ilişkin faiz ödemesi, bireyin gerçek gelir akışından bir çekilmeyi, net değerinde bir azalmayı temsil ettiği ortadadır.

Bu karşılaştırma daha dikkatli bir şekilde incelenmelidir. Bireysel bilançolar bir kamu borcuna faiz ödenmesinden nasıl etkilenir? Projenin doğası hakkında aynı varsayımları yapmaya devam edeceğiz. Vergilerin, örneğin nakit olarak ödenmesi, vergi mükellefinin hesabının varlık tarafını azaltacaktır. Bu, sağ tarafta yer alan net değerde bir azalma ile belirlenecektir. Faizin alınması tahvil sahibinin nakit pozisyonunu artıracak ve hesabının sağ tarafında net değeri artacaktır. Tahvil sahibinin net değerindeki bu artış, vergi mükellefinin net değerindeki düşüşü dengelemektedir. Toplu olarak ele alındığında bireysel net değerde herhangi bir değişiklik meydana gelmemektedir. Özel borç ile yapılan analojinin yanlış olduğu görülmektedir.

Bununla birlikte, yukarıdaki akıl yürütmeye gizli olan ince bir yanlışlık vardır ve bu yanlışlık daha önceki bir bölümde uyardığımız metodolojik hataya dayanmaktadır. Analiz, ilgili alternatiflerin karşılaştırılmasındaki bir başarısızlığı yansıtmaktadır. Bu en kolay şekilde yukarıda varılan sonuçların etkilerini inceleyerek gösterilebilir. Bu analize göre, borç yaratıldığında ya da faiz ödendiğinde toplam servette herhangi bir değişiklik meydana gelmemektedir. Bundan, kamu projesi herhangi bir pozitif reel gelir elde ederse, toplumun birleşik borç ihracı-kamu harcaması işleminin bir sonucu olarak reel servette net bir kazanç elde ettiği sonucu çıkarılmalıdır. Kamu yatırımının getiri oranının sıfırdan büyük olması, kamu yatırımının doğru yapıldığını göstermek için yeterli olacaktır. Sürekli genişleyen bir kamu borçlanması politikasına işaret ediliyor gibi görünmektedir. Bu sonuçlar, kamu projesinin “verimliliğinin”, “gelecekteki” vergi mükelleflerine yüklenen maliyetlerle karşılaştırılması gerektiğinin gösterildiği Bölüm 4’te ulaşılan sonuçlara ters düşmektedir.

Burada açıkça yanlış olan, araştırılması ve düzeltilmesi gereken bir şey var. Modelimizin varsayımlarını hatırlayalım. Kaynaklar tam olarak kullanılmaktadır; kaynakları kamu istihdamında kullanabilmek için özel istihdamda belli bir getiri oranının feda edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, proje tamamen israfsa, özel servetteki fedakârlık, "toplumsal" servetteki herhangi bir kazançla belirlenemez. Peki, yukarıda yaptığımız gibi bireysel bilanço ayarlamalarını dikkate aldığımızda bu neden ortaya çıkmıyor?

Cevap, tahvil sahibinin net değerinin hükümet tahvili üzerindeki faizin alınmasıyla benzersiz bir şekilde arttığı varsayımında yatmaktadır. Bu durum, sermaye yatırımının özel ekonomide alternatif istihdam alanlarına sahip olduğu ve kamu borçlanma operasyonunun yokluğunda net alacaklı olan bireylere net değerde bir miktar artış tahakkuk edeceği gerçeğinin gözden kaçırıldığını yansıtmaktadır. Farklı bir şekilde anlatılacak olursa, faiz gelirleri nedeniyle tahvil sahiplerinin net değerinde meydana gelen artış, faiz ödemeleri nedeniyle vergi mükelleflerinin net değerinde meydana gelen düşüşe karşı koymak doğru

değildir. Tahvil sahiplerinin net değerindeki artış kamu borcu olmadan da gerçekleşebilirdi ancak sadece vergi mükelleflerinin net değerindeki düşüş söz konusu mali operasyona atfedilebilir. Bu değişiklik artık borç-kamu harcaması operasyonunun esasına ilişkin mantıklı sonuçlara varılmasına olanak tanımaktadır. Borcun ödenmesi nedeniyle gelecekteki vergi mükelleflerinin net değerinde meydana gelen farklılaşmış düşüş, borçla finanse edilen kamu projesinin getiri oranıyla dengelenebilir. Sıfır getiri oranı sağlayan bir projenin haklı gösterilemeyeceği açıktır.

Varsayımları değiştirir ve bireylerin hem kamu projesinin bugünkü sermaye değerini hem de gelecekteki vergi yükümlülüklerinin sermayeleşmiş değerini bilançolarına dâhil etmelerine izin verirse bu sonuç değişmez. Kolayca gösterilebileceği gibi, bu ikisi belirleyici kalemlerdir. Şimdi bireylerin kamu yatırım projesine tam değer biçtiklerini, ancak aynı zamanda gelecekte tabi olacakları vergi yükümlülüğünün bugünkü değerini de kabul ettiklerini varsayalım. Bireylerin bilançoları ek bir varlık ve ek bir yükümlülük kalemi içerecektir. Bireylerin net değerleri, bu iki kalemin farklı olması dışında, bu değişikliklerle farklılaşmaz. Ancak gelecekteki vergi ödemelerinin bugünkü değeri bilançoya tamamen dâhil edilirse, bu vergilerin fiilen ödenmesinin bireysel net değerde bir azalmayı temsil ettiğini de söyleyemeyiz. Birey vergi ödeme gerekliliğini iskonto etmiş olacaktır; yani Ricardocu bir kişi haline gelecektir. İlk dönemden sonraki dönemlerde net değerde meydana gelen herhangi bir ilave azalmayı, faiz ödemelerini alan tahvil sahibinin net değerinde meydana gelen artıştan mahsup edemeyiz.

Bu noktada, tahvil sahibinin de faiz gelirlerini aktifleştirdiği, aslında sadece bu işlemin tahvil için cari bir sermaye değeri sağladığı itirazı gelebilir. Dolayısıyla, borç kaleminin tam olarak aktifleştirilmesi faiz ödemesinin borçlunun net değerini azaltmasını engelliyorsa, varlık kaleminin tam olarak aktifleştirilmesi faiz alacağının, alacaklının net değerini artırmasını engellemeyecek mi diye itiraz edilmesi mümkündür. Cevap hayır. Buradaki hesabın borçlu-alacaklı tarafları simetrik değildir. Asimetri, net varlık pozisyonu tutan, yani pozitif net değere sahip olan bir bireyin veya kurumun, zaman içinde net değerini artırma pozisyonunda olmasından kaynaklanmaktadır. Muhasebe uygulaması bireysel alacaklının faiz kalemini tahakkuk esasına göre taşımasını gerektiriyorsa, faiz ödemelerinin fiilen alınması net değeri artırmayacaktır. Ancak hesap döneminin başı ile sonu arasındaki net değer, bu durumda faiz ödemesi tutarı kadar artmış olacak ve bu da bilançonun varlık tarafında “henüz alınmamış tahakkuk eden faiz” olarak gösterilecektir. Tam iskonto varsayımı varılan sonucu değiştirmemektedir. Vergi mükellefinin net değerindeki azalma, borç verenin elindeki varlığın cari değerine değil, yalnızca kamu projesinin cari değerine göre belirlenmelidir.

Basit bir örnek, belki biraz tekrar içerse de, tüm analizi göstermek için yeterli olacaktır. Özellikle borçla finanse edilen kamu harcamalarının tamamen israf olduğunu varsayalım, diyelim ki fonlar Attu Adası yerlileri için klima üniteleri sağlamak için kullanılıyor. Gelecekteki faydaların veya gelecekteki vergilerin sermayeleştirilmediğini varsayıyoruz.

Bu varsayımlar altında, borç yaratıldığında ve harcama yapıldığında toplam bireysel net değerde bir azalma olmadığını gösterdik. Sonraki dönemlerde, tahvil sahiplerinin net değerindeki artış, vergi mükelleflerinin net değerindeki azalma tarafından karşılanmaktadır. Her iki grup da aynı ekonominin sınırları içinde yaşamaktadır; dolayısıyla bir bütün olarak ele alındığında toplum bu işlemle daha zengin ya da daha fakir görünmemektedir.

Analiz, yalnızca vergi mükelleflerinin ve tahvil sahiplerinin pozisyonları borçla ve borçsuz durumlarda karşılaştırıldığında kurtarılır; bu, politika amaçları için anlamlı ve yararlı olan tek karşılaştırmadır. Borç sorununa tek alternatifin harcama daraltması olduğunu söyleyelim; vergilendirme, doğrudan veya döviz enflasyonu yoluyla, mümkün değildir. Borç sözleşmeye bağlanmazsa, kamu harcama projesi üstlenilmeyecektir. Attu'daki yerliler klimasız yaşamak zorunda kalacaktır. Daha da basitleştirici bir varsayım olarak, özel yatırımlar için feda edilen getiri oranının devlet tahvillerinin getirisi ile tam olarak eşleştiğini söyleyebiliriz.

Şimdi, bu iki olası durumdan her biri altında bireysel tahvil alıcısının pozisyonlarını dikkatlice inceleyebiliriz. Kamu borcu ihraç edilirse, birey özel bir menkul kıymeti bir devlet tahviline dönüştürecektir. İzole bireyler nakit gibi likit varlıkları menkul kıymetlere dönüştürebilirken, borç ihracı net stoksuzluğa yol açmadığı sürece, genel sonuç, fiili veya potansiyel özel yatırım fonlarının devlet tahvillerine dönüşümü ile temsil edilmelidir. Tahvil alıcısının net değerinde hiçbir değişiklik hemen gerçekleşmez. Menkul kıymetten faiz aldığı anda veya faiz tahakkuk ettiğinde, net değeri artar. Bu artış, fonlarını başlangıçta kamu yerine özel kullanımlara ayırmış olsaydı net değerinde meydana gelecek artıştan daha büyük değildir. Her iki durumda da pozisyonu aynıdır. Basitleştirici varsayımlarımızı gevşetirsek, bu kişinin pozisyonu sadece kamu borcuna ödenen faizin, bu karşılaştırmalı istihdamlar risk primlerindeki farklılıklara göre ayarlandıktan sonra özel yatırımdan kazanabileceği faizden farklı olduğu ölçüde farklı olacaktır. Farklı anlamda, tahvil sahiplerinin net değeri borç ihracı ile doğrudan artmaz.

Ancak vergi mükellefi için durum farklıdır. Gösterdiğimiz gibi, gelecekteki vergi ödemelerinin aktifleştirilmesi ve hâlihazırda elde tutulan varlıkların sermaye değerlerine yansıtılması dışında, kamu kredisinin kullandırıldığı dönem boyunca net değerinde herhangi bir azalma veya artış olmaz. (Bu örnekte böyle bir sermayeleştirmenin gerçekleşmediğini varsaydık.). Faiz sonraki dönemlerde ödendiğinde, vergi mükellefinin net değeri borç üzerindeki hizmet bedeli kadar azalır. Öte yandan, kamu borcunun ihraç edilmemesi ve kamu harcamalarından vazgeçilmesi halinde, vergi mükellefinin ne olası borç yaratımı sırasında ne de sonraki dönemlerde özel net değerinde herhangi bir değişiklik olmayacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, analizin düzgün bir şekilde yapılması halinde, kamu borcunun, faiz ödenmesi gereken dönemlerde borçlunun (vergi mükellefinin) net değerini azalttığı sonucuna varıyoruz ve bu azalma, yalnızca borç alternatifinin izlenmesi halinde gerçekleştiği için farklılaşmaktadır. Elbette vergi

mükellefi-borçlu için bu, tüm mali işlemin sadece bir yarısıdır. Nihai pozisyonu, borç modelinde, net değerde vergi kaynaklı azalmaya kıyasla borçla finanse edilen kamu projesinin verimliliğine bağlı olacaktır. Bu örnekte varsaydığımız gibi, kamu fonları Attu'ya klima sağlamak için harcanırsa, vergi mükellefi faiz ödemeleri vadesi geldiğinde, işlemin her iki tarafı da tam olarak hesaba katıldığında bile, net değerinin azaldığını görecektir, bu net değer orijinal işlem hiç yapılmamış olsaydı ne olacak idiyse onun altına düşecektir. Öte yandan, kamu fonları bir felaketi önlemek, yani bir savaşı finanse etmek için kullanılırsa, vergi mükellefi, borca hizmet etme zorunluluğuna rağmen net değerinin arttığını görecektir. Bu da “verimlilik” kavramının bu bağlamda geniş ve dikkatli bir şekilde kullanılması gerektiğini göstermektedir. Kamu fonları gerçek bir yatırım projesini finanse etmek için kullanılırsa, bu projeye atfedilebilecek reel gelir, faiz ödeme zorunluluğunun net değerde yarattığı azalmayı fazlasıyla telafi edebilir. Tüm bunlarla ilgili olarak belirtilmesi gereken temel nokta, vergi ödemelerinin yapılmasıyla net değerde meydana gelen azalmanın, borçla finanse edilen kamu projesinin verimliliğiyle dengelenmesi gerektiğidir. Net değerdeki bu azalmayı tahvil sahiplerinin yararlandığı net değer artışına karşı koymak uygunsuz ve yanıltıcıdır. Söz konusu artış, kamu yatırımının verimliliğinden bağımsız olarak gerçekleşmelidir.

Bu düzeltilmiş analizden, kamu borçlusunun (yani vergi mükellefinin) hiçbir zaman özel borçludan farklı bir konumda olmadığı sonucuna varabiliriz. İkisi arasındaki analogi tüm açılardan geçerli olmaktadır. Özel borçlu ödünç aldığı fonları akılcıca kullanmazsa, faiz ödeme zorunluluğu ortaya çıktığında gerçek gelirinin azaldığını görecektir. Borç alır ve akılcıca yatırım yaparsa, faiz ödemeleri yapmak zorunda olmasına rağmen borç almış olmaktan daha iyi olabilir.

### **Hatanın Kaynağı**

Daha önce de belirttiğimiz gibi, yeni ortodoksinin kamu ve özel borç arasında keskin bir kavramsal ayırım yaparken yaptığı temel hata metodolojiktir. Analiz, ilgili alternatiflerin dikkate alınmamasındaki başarısızlıkları yansıtmaktadır. Kamu borcunun olmadığı durumda tahvil sahibinin konumunun ihmal edilmesi, faiz ödemelerinin yalnızca iç transferler olarak görülmesine neden olmuştur. Borçla finanse edilen harcamalardan reel gelir elde etmek yerine tahvil sahipleri tarafından faiz alınması, vergi ödemelerine uygun bir mahsuplaşma olarak görülmüştür.

Bu “transfer ödemesi” yaklaşımı özel borçlara uygulanamaz çünkü faiz alıcısı tanımı gereği faiz ödeyenden ayırdır. Yeni ortodoksinin savunucuları özel borçları tartışırken sürekli olarak hem borç servisinde hem de geri ödemede yer alan “yük” ya da “fedakârlığı” vurgulamışlardır. Örneğin, Lerner “özel borçluluğun baskısına maruz kalan neredeyse

herkesten” bahsetmektedir.<sup>7</sup> Analizin açıkça finansal işlemin bir tarafıyla sınırlandırılmasına özen gösterildiği takdirde, özel borca bir “yük” veya “fedakârlık” atfetmek elbette oldukça uygundur. Borç ertelenmiş bir ödemeyi temsil eder ve getirisinden ayrı olarak değerlendirilen her ödeme borçlu üzerinde bir “yük” oluşturur. Bu bağlamda yük yalnızca, aynı getirinin yükümlülük olmaksızın güvence altına alındığı varsayımsal durumla karşılaştırıldığında, ödeme yapma zorunluluğunun getirdiği farklı maliyet veya fedakârlık anlamına gelebilir. Bu şekilde, mevcut veya ertelenmiş her türlü ödeme bir “yük” içerir ve özel borçlar bu açıdan hiçbir şekilde benzersiz değildir.

Kamu borcunu hesaba katarak, vergi ödemesi için uygun olanın, yani kamusal projeden finanse edilen gerçek gelirin ihmal edilmesi, özel borçta da benzer bir ihmale yol açtı ve bunun sonucunda, tam mali işlem hesaba katıldığında bile, ikincisinin zorunlu olarak bir miktar net "yük" veya "baskıcılık" içerdiği düşünüldü. Bu çıkarım elbette tamamen yanlıştır ve tüm faiz ödemelerinin borç verenlere sübvansiyon olarak görüldüğü özel finans tefeciliği anlayışına destek vermektedir.

Özel borçlanmaya ilişkin “doğru” görüş, borç alma ya da borç verme eyleminin diğer piyasa işlemlerine tüm temel açılardan benzer bir piyasa işlemi olduğunu kabul etmelidir. Hem borç alan hem de borç veren, sözleşme anında, mübadeleden avantajlar elde edebilmeyi beklemektedir. Bu durumda değiş tokuş edilen “şey”, zaman içinde iki ayrı noktada kaynaklar üzerinde bir hâkimiyettir. Borçlu, ekonomik kaynaklar üzerindeki mevcut hâkimiyeti güvence altına alır; bu hâkimiyet, aksi takdirde bedelsiz olarak elde edebileceği hâkimiyetten zaman içinde ilerletilmiş bir hâkimiyettir. Borç veren, gelecekteki bir tarihte kaynaklar üzerinde hâkimiyet vaadini güvence altına alır. Ve kaynaklar zaman içinde gerçek gelir üretmek için kullanılabileceğinden, iki sermaye toplamını karşılaştırılabilir büyüklüklere getirmek için bir faiz ödemesi veya ayarlaması gereklidir. Genellikle faizin paranın kullanımı için ödenen bir “bedel” olduğu ifade edilir. Bu sadece çok özel bir anlamda doğrudur.

Paranın şu andaki kullanımı için ödenen gerçek “bedel”, gelecekte vazgeçilmesi gereken paradır. Faiz, bu iki anapara toplamı arasındaki farkın yüzde oranına dönüştürülmüş halidir.

Tamamen rasyonel bir birey, tüketim harcamaları ya da yatırım harcamaları için borçlanmayı seçebilir. Her iki durumda da kararı şimdiki değerlerin karşılaştırılmasına dayanmalıdır. Bir tüketim kredisini değerlendirirken, mevcut tüketicinin fayda değerinin, kredinin neden olduğu ödeme akışının iskonto edilmiş fayda değerini aşacağını tahmin ediyorsa, borç almalıdır. Kuşkusuz, ilk dönem tamamlandığında, ödemeleri yapma zorunluluğu nedeniyle “baskı altında” veya “yük altında” olacaktır. Ancak bu “yükler” muhtemelen kredi düşünüldüğünde tamamen indirgenmiştir ve dengede, kredi işlemi, kredi

---

<sup>7</sup> Abba P. Lerner, “The Burden of the National Debt,” in Lloyd A. Metzler et al., *Income, Employment and Public Policy* (New York, 1948), p. 255.

olmadan elde edilecek olandan daha büyük bir beklenen fayda içermektedir. En azından zamanın bir noktasında hesaplama böyleydi. Borçlu, borcunun faiz ödemelerini yaparken kaynaklar üzerindeki hâkimiyetinden bir miktar fedakârlık eder. Ancak bu, herhangi bir sıradan harcamada söz konusu olan olağan fedakârlıktan hiçbir şekilde farklı değildir. Aile, bunun yerine dondurma almayı tercih ettiğinde tüketebileceği hamburgeri feda etmektedir. Bu tür bir fedakârlığın alternatif üründen keyif alınmasıyla eş zamanlı olarak gerçekleşmesi, bu fedakârlık ile borç faizi ödemesi arasındaki benzerliği gizlemeye hizmet eder. Bugün hamburger almak için borçlanan aile, şimdi hamburgerin tadını çıkarmak için gelecekte hamburgerden fedakârlık etmektedir. Prensip her iki durum için de aynıdır.

Özel borçların analizi, yatırım amacıyla verilen özel kredileri göz önünde bulundurduğumuzda daha da netleşmektedir. Burada birey, doğrudan üretken olarak kullanıma soktuğu kaynaklar üzerindeki hâkimiyetini güvence altına almaktadır. Yine, eğer rasyonel ise, kararı şimdiki değerlerin, gelecekteki gelir akışının kapitalize değeri ile ödeme akışının kapitalize değerinin karşılaştırılmasına dayanacaktır. Eğer birincisi ikincisini aşarsa, kredi piyasasına girmekten elde edilecek net bir kazanç vardır. Bu iki akışın zaman şekilleri bakımından eşdeğer olması gerekmez. Bireyin kısa vadeli projeleri finanse etmek için son derece uzun vadeli borçlanması ya da tam tersi tamamen rasyoneldir.

Elbette bireyler her zaman rasyonel değildir ve özel borç yaratma davranışlarının akıllıca karar vermeyi yansıtmaması gerekmez. Ancak özel bireyler olarak davranışlarında, vatandaşlar olarak davranışlarından daha rasyonel olmaları ya da en azından daha az rasyonel olmamaları muhtemeldir. Bu nedenle, seçim sürecindeki irrasyonellik derecesi, özel ve kamu borçları arasında temel bir ayrım yapılmasına yol açamaz.

Kamu borcu “transfer ödemesi” teorisinin özel borç teorisi üzerindeki etkileri, bize yanlış analogi argümanının yaygın kabulünün bir açıklamasını sunmaktadır.<sup>8</sup> Hatalı bir şekilde düşünülen kamu borcu ile özel borç arasında temel bir benzerlik yoktur. Yanlış anlaşılan özel borç da kamu borcuna benzemez. Eğer özel borç zorunlu olarak baskıcı, külfetli ve tüm faiz ödemeleri tefeci ve haksız olarak kabul edilirse, o zaman kamu borcu karşılaştırılabilir değildir. Bu durum, kamu borcu ile özel borç arasındaki analoginin, doğru bir şekilde düşünüldüğünde, en azından ele aldığımız modelde, en temel açılardan doğru olduğunu yeniden vurgulamaktadır.

### **Reel Denge Etkileri ve Servet Yanılsaması<sup>9</sup>**

---

<sup>8</sup> Son yirmi beş yılın literatüründe bu görüşe karşı çıkan çok az kişi olmuştur. Bununla birlikte, hâkim görüşe bir muhalefet not edilmelidir. Emerson P. Schmidt 1943 yılında kamu borcu ile özel borcun esasen eşdeğer olduğunu savunmuştur. (“Private or Public Debt,” American Economic Review, XXXIII [Mart, 1943], 119-21.) Argümanının görünüşe göre çok az etkiye sahip olması, “yeni ortodoksinin” hâkimiyetini göstermektedir.

<sup>9</sup> Bu bölümü eklememe sebep olan kısa sohbet için Profesör A. Morgner’e minnettarım.

Tüm bunların yanı sıra, temel benzerliğin gösterilmesi, iki borç biçiminin her bakımdan aynı olduğu anlamına gelmez. Mevcut olan farklılıklar büyük ölçüde kamu borcu yaratmanın teşvik ettiği yanılısamadan kaynaklanmaktadır ki bu yanılısama özel borçlarda nadiren mevcuttur. Söylediğimiz gibi, ne borçla finanse edilen kamu varlığı ne de borç yükümlülüğünün temsil ettiği yükümlülük, borç yaratıldığında ve varlık satın alındığında normal olarak bireysel bilanço hesaplamalarına girmez. Bu “telafi edici” yanılısama, statik koşullar altında vergi mükellefinin-borçlunun net değerini etkileyecek hiçbir şey yapmaz. İki borç biçimi, bireysel davranışlar üzerindeki etkileri bakımından eşdeğer olmaya devam etmektedir.

Eğer mutlak fiyat seviyesi borcun yaratılmasının ardından değişirse, bu kamu borcu yanılısaması reel denge ya da Pigou etkisi yoluyla davranış üzerinde bazı farklı etkiler yaratabilir. Kamu vergi mükellefinin-borçlunun işlemin varlık ya da yükümlülük tarafını dikkate almaması, onu bir tarafın gerçek değerini diğerine göre değiştirmeye hizmet eden bu tür dışsal değişikliklere karşı bağışık hale getirebilir. Mutlak fiyat seviyesindeki bir düşüş yükümlülüğün varlığa göre reel değerini artırma eğiliminde olsa da, vergi mükellefi-borçlu davranışında bunu dikkate almayabilir. Öte yandan, sabit getiri talep eden tahvil sahibi etkilenecektir. Mutlak fiyat seviyesindeki düşüşle birlikte borç alacaklarının reel değeri arttığı için gelirden harcamalarını artırma eğiliminde olacaktır. Özel borçlar için, borçlu hem borçla finanse edilen varlığını hem de yükümlülüğünü açıkça dikkate alacaktır. Mutlak fiyat seviyesindeki bir değişiklik, bunların her biri için bilanço değerini değiştirecek ve eğer varlık reel olarak gelir getiriyorsa, para değeri fiyat seviyesiyle birlikte hareket etme eğiliminde olacaktır. Yükümlülüğün reel değeri ise fiyat seviyesine ters yönde hareket edecektir. Dolayısıyla, özel borçlu, fiyat seviyesi düştükçe (yükseliş) gelirden harcamalarını azaltma (artış) eğiliminde olacaktır. Bir dereceye kadar, onun davranışı borç verenin reel denge tepkisini belirleyecektir. Ancak bu durum, yanılısamanın varlığı nedeniyle kamu borcu için geçerli olmayabilir.

Bu noktayı tartışırken, borcun yaratılması sırasında teşvik edilen yanılısama ile ödenmemiş kamu borcunun uzun süre devam eden varlığı halinde mevcut olabilecek yanılısama arasında dikkatli bir ayırım yapmak gerekli hale gelmektedir. Vergi mükellefi-borçlu, ilk kararını verirken hem gelecekteki vergileri hem de kamu varlığının gelecekteki getirilerini çok yüksek oranda iskonto edebilir ki muhtemelen edecektir. Ancak bunu yapsalar dahi, daha sonrasında hizmet bedellerini ödeme zorunluluğu, vergi yükümlülüklerini daha fazla dikkate alma gereksinimlerine neden olabilir.

Yıllık 7 milyar dolar gibi sabit bir hizmet bedeline alışmış olan vergi mükellefleri, bu toplam hizmet bedeline yaptıkları vergi katkısının sabit kalacağı beklentisiyle geleceğe yönelik planlar yapacaklardır. Eğer mutlak fiyat seviyesi düşerse, bu sabit para yükümlülüğü daha büyük bir reel değer kazanacaktır. Bu anlamda, kamu borcunun

yükümlülük tarafı, özel borca benzer şekilde özel davranışa girmektedir ve reel denge etkisinin devreye girmesi ilk başta görüldüğü kadar önemli görünmemektedir.

Bununla birlikte, reel denge etkisinin neden olduğu fark, iki borç formunda göz ardı edilmemesi gereken bir fark oluşturmaktadır. Bazı eleştirmenler belki de bu farklılığın esas ya da temel bir farklılık olmadığı iddiama itiraz edeceklerdir. Her ne olursa olsun, asıl mesele bu tür bir farkın yeni ortodoksi tarafından vurgulanan bir fark olmadığıdır. Burada tartışılan fark, bir bileşim yanılığısından kaynaklanmamaktadır. Aradaki fark yalnızca, hem varlıkların hem de yükümlülüklerin özel paylarını bireysel katılımcılar için ayırt edilemez hale getirme eğiliminde olan kolektif seçim sürecinin daha karmaşık olmasından kaynaklanmaktadır. Bu farkın gerçek dünya sorunları için önemi, gerçek borç ile paraya çevrilmiş borç arasında dikkatli bir ayırım yapıldığında azalmaktadır. Daha sonraki bölümlerde gösterileceği üzere, kamu borcu yaratımı olarak adlandırdığımız şeylerin çoğu örtülü para yaratımıdır. Bu durumda, özel borç ile ilgili karşılaştırma değiştirilmiştir. Reel borç ihracı için, gerçek denge etkisinden kaynaklanan olası farklılıklar dikkate alınmalıdır, ancak bunlar iki borç formunun temelde benzer olduğu yönündeki önceki ifadenin tersine çevrilmesini gerektirmez.

### **Ek: Bir Muhasebe Özeti**

Yukarıdaki tartışmada, bireysel bilançolar sıklıkla dolaylı olarak kullanılmıştır. Belki de bunları burada daha spesifik olarak kullanmak ve analizin bir kısmını basit bilanço örnekleri açısından şemalaştırmak faydalı olacaktır.

Tablo I'deki basit T hesapları çok az açıklama gerektirmektedir. Son hesap kümesinde, borç verenin borçlu ve borçsuz olarak eşdeğer bir konumda olduğu belirtilmektedir. Ancak vergi mükellefi-borçlu, borçla birlikte borçsuz olacağından daha kötü bir durumdadır. Kamu yatırımı hiç yapılmamış olsaydı daha iyi durumda olacaktı. Bu sonuç elbette finanse edilen projenin tamamen verimsiz olduğu varsayımından kaynaklanmaktadır. Özel bir kredi ile finanse ettiği savurgan bir harcama yapan özel bir borçlu için de durum aynı olacaktır.

Tablo II'de kamu projesinin özel yatırımla eşit derecede verimli olduğunu varsayıyoruz. Burada işlemin tüm taraflarının kamu borcu olsun ya da olmasın aynı durumda olduğu belirtilmektedir. Tablo III'te kamu yatırımının özel yatırımdan daha verimli olduğunu varsayıyoruz. Burada, vergi mükellefi-borçlunun kamu borcu ile borçsuz olacağından daha iyi bir konumda olduğu belirtilmektedir. Borç verenin pozisyonu değişmemektedir. Bu üç tablodan da anlaşılabacağı üzere, vergi mükellefi-borçlunun konumu, kamu yatırımının göreceli verimliliği tarafından değiştirilmektedir.

Tablo IV'te, Tablo II'deki kamu ve özel yatırımların eşit derecede verimli olduğu varsayımını koruyoruz, ancak şimdi hem projenin değerinin hem de gelecekteki vergi ödemelerinin bireysel bilançolara dâhil edilen bugünkü değerlere tamamen indirgenliğini

varsayacağız. Sonuçlar Tablo II ile aynıdır. Gelecekteki herhangi bir dönemde, tüm taraflar borçlu ve borçsuz olarak aynı konumdadır.

İlk dört tablonun her birinde, kamu borcuna alternatif olarak önerilen harcama işlemini gerçekleştirmede başarısızlık olduğu örtük olarak varsayılmıştır. Özel borçla olan analojinin yakınlığını daha açık bir şekilde ortaya koymak için Tablo V, vergi mükellefi-borçlu olan aynı kişilerin aynı projeyi finanse etmek için bir dizi özel kredi yarattığını varsaymaktadır. Görüldüğü üzere her iki durumda da borçlunun durumu aynıdır.

Bunun gibi basit tablolar üzerinde, göreceli getiri oranları, devlet tahvillerinin faiz oranları ve bireylerin kamu varlıklarını ve kamu yükümlülüklerini bireysel varlıklar ve yükümlülükler olarak görme eğilimleri hakkında başka varsayımlar kullanılarak birçok başka karşılaştırma yapılabilir.

Bu basit T-hesaplarının sadece kısmi bilançoları temsil ettiği vurgulanmalıdır. Çoğu durumda, bir tahvil sahibi aynı zamanda vergi mükellefi-borçlu olacaktır.



Tablo II

| Kamu Borcuyla                                        |     |         | Kamu Borcu Olmadan     |       |         |
|------------------------------------------------------|-----|---------|------------------------|-------|---------|
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç Verilmeden Önce)<br>Borç Veren |     |         | Borç Veren             |       |         |
| EA-1                                                 | L-0 | NW-1    | EA-1                   | L-0   | NW-1    |
|                                                      |     |         |                        |       |         |
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç yaratıldıktan sonra)           |     |         | Borç Veren             |       |         |
| EA-0                                                 | L-0 | NW-1    | EA-1                   | L-0   | NW-1    |
| GB-1                                                 |     |         |                        |       |         |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödenmeden önce)    |     |         | Borç Veren             |       |         |
| EA-0                                                 | L-0 | NW-1.05 | EA-1.10*               | L-.05 | NW-1.05 |
| GB-1.05                                              |     |         |                        |       |         |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödendikten sonra)  |     |         | Transfer gerekli değil |       |         |
| EA-.05                                               | L-0 | NW-1.05 | EA-1.05                | L-0   | NW-1.05 |
| GB-1                                                 |     |         |                        |       |         |

Semboller: EA-kazanç getiren varlıklar; GB-devlet tahvilleri; L-yükümlülükler; NW-net değer; PB-özel tahviller; PA-kamusal varlıklar. Varsayımlar: (1) Ne kamu projesinin sermaye değeri ne de gelecekteki vergi ödemelerinin aktifleştirilmiş değeri bireylerin bilançolarına dahil edilmemektedir. (2) Kamu projesinin getiri oranı, özel yatırımın getiri oranına ve devlet tahvillerinin faiz oranına (yüzde 5) eşittir. \*Kamu projesinden elde edilen gelirler doğrudan vergi mükellefine-borçluya kazanç sağlayan varlıklarda artış olarak tahakkuk edeceği varsayılmıştır.

Tablo III

| Kamu Borcuyla                                         |         |      | Kamu Borcu Olmadan     |        |         |
|-------------------------------------------------------|---------|------|------------------------|--------|---------|
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç Verilmenden Önce)<br>Borç Veren |         |      | Borçlu-Vergi Mükellefi |        |         |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1 | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç yaratıldıktan sonra)            |         |      | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| EA-0                                                  | L-0     | NW-1 | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| GB-1                                                  | NW-1    |      | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödenmeden önce)     |         |      | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| EA-0                                                  | L-0     |      | EA-1                   | L-0    | NW-1    |
| GB-1.05                                               | NW-1.05 |      | EA-1.15*               | L-0.05 | NW-1.05 |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödendikten sonra)   |         |      | EA-1.10                | L-0    | NW-1.10 |
| EA-0.05                                               | L-0     |      | EA-1.10                | L-0    | NW-1.10 |
| GB-1                                                  | NW-1.05 |      | EA-1.10                | L-0    | NW-1.10 |

Semboller: EA-kazanç getiren varlıklar; GB-devlet tahvilleri; L-yükümlülükler; NW-net değer; PB-özel tahviller; PA-kamusal varlıklar. Varsayımlar: (1) Kamu projelerinin getiri oranı (%10), özel yatırımların ve %5 olan devlet tahvil faiz oranının iki katıdır. (2) Ne kamu projesinin sermaye değeri ne de gelecekteki vergi ödemelerinin aktifleştirilmiş değeri bireylerin bilançolarına dahil edilmemektedir. \*Tablo II'de olduğu gibi, kamu varlıklarından elde edilen gelirin doğrudan vergi mükellefine-borçluya kazanç sağlayan varlıklarda artış olarak tahakkuk ettiği varsayılmıştır.



Tablo V

| Kamu Borcuyla                                         |         |         | Kamu Borcu Olmadan     |     |         |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|------------------------|-----|---------|
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç Verilmenden Önce)<br>Borç Veren |         |         | Borç Veren             |     |         |
| Borçlu-Vergi Mükellefi                                |         |         | Borçlu-Vergi Mükellefi |     |         |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| $t_0$ Dönemi<br>(Borç yaratıldıktan sonra)            |         |         | Borç Veren             |     |         |
| EA-0                                                  | L-0     | NW-1    | EA-0                   | L-0 | NW-1    |
| GB-1                                                  | NW-1    | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödenmeden önce)     |         |         | Borç Veren             |     |         |
| EA-0                                                  | L-0     | NW-1    | EA-0                   | L-0 | NW-1    |
| GB-1.05                                               | NW-1.05 | NW-1.05 | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| $t_1$ Dönemi<br>(faiz ve vergiler ödendikten sonra)   |         |         | Borç Veren             |     |         |
| EA-.05                                                | L-0     | NW-1.05 | EA-.05                 | L-0 | NW-1.05 |
| GB-1                                                  | NW-1.05 | NW-1.05 | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |
| EA-1                                                  | L-0     | NW-1    | EA-1                   | L-0 | NW-1    |

Semboller: EA-kazanca getiren varlıklar; GB-devlet tahvilleri; L-yükümlülükler; NW-net değer; PB-özel tahviller; PA-kamusal varlıklar. Varsayımlar: (1) Hem kamu projesinin sermaye değeri hem de gelecekteki vergi ödemelerinin aktifleştirilmiş değeri bireylerin bilançolarına tamamen dahil edilmiştir. (2) Kamu ve özel projelerin getirisi oranları birbirlerine ve devlet tahvillerinin faiz oranlarına eşittir. (3) Kamu borcunun alternatifi, aynı projeyi finanse etmek için özel borçtur.

Bu nedenle, bileşik bir bireysel bilanço'ya ulaşmak için, bireyin tahvil alıcısı olarak T-hesabının vergi mükellefi-borçlu olarak hesabıyla birleştirilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, bu iki rolün ayrılması analizi netleştirmemizi sağlamaktadır, ancak buradaki ayrım, bireyin birçok durumda her iki rolü de aynı anda yerine getiremeyeceği anlamına gelmemelidir.