



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ



Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Para Piyasalarından Sendikasyon Yöntemi İle Uzun Vadeli Kaynak Temini: Türkiye Örneği

TEZ TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Tülay UĞUR

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 20.06.2001

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Yrd.Doç.Dr.Suna OKSAY

Üye

Doç.Dr.Erişah ARICAN

Üye

Yrd.Doç.Dr.Hayati ERİŞ



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN ULUSLARARASI PARA
PİYASALARINDAN SENDİKASYON YÖNTEMİ İLE UZUN VADELİ
KAYNAK TEMİNİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
TÜLAY UĞUR
985019

106709

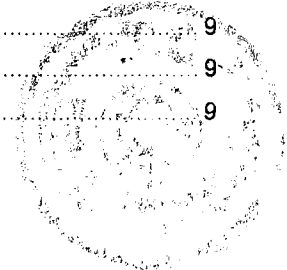
106709

TEZ DANIŞMANI
YRD.DOÇ.DR. SUNA OKSAY

İSTANBUL
2001



İÇİNDEKİLER	Sayfa No
TABLolar	vi
GRAFİKLER	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1
I. FİNANSAL PİYASALAR, KÜRESEL FİNANS PİYASALARI VE SENDİKASYON KREDİLERİ:	
KAVRAMSAL YAKLAŞIM	3
1. FİNANSAL PİYASALARIN GENEL ÖZELLİKLERİ	3
1.1. PİYASA TANIMLARI	4
1.1.1. Vadelerine Göre Finansal Piyasalar	4
1.1.1.1. Para Piyasası	4
1.1.1.2. Sermaye Piyasası	4
1.1.1.3. Kredi Piyasası	4
1.1.2. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar	4
1.1.2.1. Birincil Piyasa	4
1.1.2.2. İkincil Piyasa	4
1.1.2.3. Diğer Sınıflandırmalara Göre Finansal Piyasalar	5
1.2. FİNANSAL KURUMLAR	5
1.3. FİNANSAL ARAÇLAR	7
1.3.1. Para Piyasası Araçları	7
1.3.1.1. Hazine Bonoları	7
1.3.1.2. Ciro Edilebilir Mevduat Sertifikası	7
1.3.1.3. Finansman Bonosu	7
1.3.1.4. Geri Satın Alım Anlaşması (Repo)	7
1.3.1.5. Banka Kabulü (Bankers Acceptances)	7
1.3.1.6. Banka bonoları	8
1.3.1.7. Eurodollar	8
1.3.1.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	8
1.3.1.9. Çek ve Senetler	8
1.3.1.10. Kredi Kartları	8
1.3.1.11. Döviz Efektif, Altın Piyasaları	9
1.3.2. Sermaye Piyasası Araçları	9
1.3.2.1. Borç Piyasası Araçları	9
1.3.2.1.1. Güvence Altında Bulunan Borçlar	9
1.3.2.1.1.1. Özel Plazman	9
1.3.2.1.1.2. Şirket Tahvilleri ve "Underwriter"lar	9
1.3.2.1.1.3. Devlet Tahvili	9



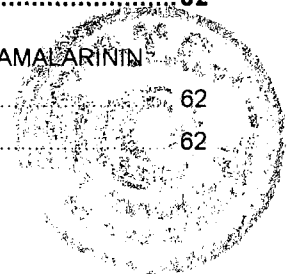
1.3.2.1.1.4. Banka Garantili Bonolar.....	10
1.3.2.1.1.5. Katılma Belgeleri.....	10
1.3.2.1.1.6. Eurotahviller.....	10
1.3.2.1.2. Güvence Altına Alınmamış Borçlar	10
1.3.2.1.2.1. İpotekli Borç Senedi	10
1.3.2.1.2.2. Ticari İpotek	10
1.3.2.1.2.3. Leasing Sözleşmesi	10
1.3.2.1.2.4. Hisse Senetleri.....	11
2. FİNANSAL PİYASALARIN ULUSLARARASILAŞMASI, ENTEGRASYONU VE KÜRESEL FİNANS PİYASALARI	11
2.1. FİNANSAL PİYASALARIN ULUSLARARASILAŞMASI	11
2.1.1. Küreselleşme	14
2.1.2. Bölgeselleşme.....	14
2.1.3. Finansal Piyasaların Küreselleşmesi.....	15
2.2. FİNANSAL PİYASALARIN ENTEGRASYONU	17
2.2.1. Liberalizasyon	19
2.2.2. Deregülasyon.....	20
2.2.3. Reregülasyon.....	20
2.2.4. Uluslararası Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Gözetim.....	21
2.3. KÜRESEL FİNANS PİYASALARI.....	23
2.3.1. Gelişmiş Piyasalar.....	24
2.3.2. Bölgesel Piyasalar.....	25
2.3.3. Gelişmekte Olan Piyasalar	25
2.3.4. Uluslararası Finansal Piyasalar.....	25
2.3.4.1. Europara Piyasaları	26
2.3.4.2. Eurotahvil Piyasaları	26
2.3.5. Küreselleşme İle Birlikte Finansal Piyasalarda Meydana Gelen Değişiklikler.....	27
3. SENDİKASYON KREDİLERİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	31
3.1. ULUSLARARASI PİYASALARDAN SAĞLANAN FİNANSMAN KAYNAKLARI:	31
3.1.1. Mevduat Sertifikaları.....	32
3.1.2. Euro Senetler ve Finansman Bonoları.....	33
3.1.3. Menkul kıymetleştirme.....	33
3.1.4. Tahvil İhracı	34
3.2. SENDİKASYON KREDİLERİ	35
3.2.1. Sendikasyon Kredisi Tanımı	35
3.2.2. Temel Finansman Kaynaklarından Biri Olma Nedenleri	35
3.2.3. Sendikasyon Kredisi Piyasasının Geçmişten Günümüze Gelişimi	36
3.2.4. Belli Başlı Sendikasyon Kredisi Piyasaları	38
3.2.5. Sendikasyon Kredisinde Katılımcılar ve Görevleri.....	39
3.2.5.1. Lider Yönetici/Düzenleyici (Lead Managers/Arrangers).....	40
3.2.5.2. Yükleniciler (Underwriters)	41
3.2.5.3. Yöneticiler (Managers).....	41
3.2.5.4. Yardımcı Yöneticiler (Co-Managers).....	41

3.2.5.5.	Katılımcılar (Participants)	41
3.2.5.6.	Ajan Banka (Agent).....	41
3.2.6.	Sendikasyon Kredisinin Temel Özellikleri	41
3.2.6.1.	Kredinin Büyüklüğü	42
3.2.6.2.	Vade.....	42
3.2.6.3.	Değişken Faiz.....	42
3.2.6.4.	Ortak Faiz Oranı	43
3.2.6.5.	Sorumlulukların Ayrılığı	43
3.2.6.6.	Dökümantasyon.....	43
3.2.6.7.	Açıklık	44
3.3.	SENDİKASYON KREDİSİ KULLANDIRIM SÜRECİ.....	44
3.3.1.	Teklifin Nedenleri	44
3.3.2.	Teklif Türleri	44
3.3.2.1.	Endikatif Teklif	44
3.3.2.2.	Best Effort Teklif (En İyi Gayret Aracılığı Teklifi)	45
3.3.2.3.	Underwriting (Yüklenim) Teklifi	45
3.3.2.4.	Tekliflerde Dikkat Edilecek Hususlar	45
3.3.3.	Teklifin Müşteriye (Borçlu) Sunulması	46
3.3.4.	Teklifin İncelenmesi ve Bankanın Yetkilendirilmesi	46
3.3.5.	Sendikasyonu Düzenleyici Grubunun Belirlenmesi ve Grubun Çalışmalarına Başlaması.....	47
3.3.6.	Information Memorandum (Bilgi Kitapçığı) Hazırlanması ve Dökümantasyon İşlemleri.....	47
3.3.7.	Sendikasyona Davet	48
3.3.8.	Kredi Sözleşmesinin İmzalanması ve Sonraki İşlemler	48
3.3.9.	Kredinin Uluslararası Piyasalarda Tanıtımı.....	49
3.3.10.	Kredinin İşlemeye Başlaması.....	49
3.3.11.	Sendikasyon Kredisi Sözleşmesinin Önemi.....	49
3.3.12.	Ana Hatlarıyla Sendikasyon Kredisi Sözleşmesi Maddeleri	50
3.3.13.	Sendikasyon Kredisi Kullanıldıktan Sonra Doğabilecek Durumlar.....	53
3.4.	SENDİKASYON KREDİLERİ: GENEL DEĞERLENDİRME	54
3.4.1.	Sendikasyon Kredisinin Borçlu ve Kreditör Açısından Avantajları	54
3.4.2.	Sendikasyon Kredilerinde Dikkat Çeken Unsurlar, Başarı ve Risk Faktörleri	55
3.4.3.	Sendikasyon Kredilerinin Loan Sale (Kredi Satış) İşlemlerinden Farklılıkları ve IFC	58
3.4.4.	Uluslararası Sendikasyon Kredileri ve Tahvil Piyasalarının Karşılaştırılması	59
3.4.5.	Sendikasyon Kredilerine İlişkin Dikkat Çekici Bilgiler.....	60

II. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI VE SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: JAPONYA ÖRNEĞİ

62

1. GELİŞMİŞ ÜLKELERİN GELİŞİM SÜREÇLERİ VE UZUN VADELİ FİNANSMAN SAĞLAMALARININ İRDELENMESİ: JAPONYA ÖRNEĞİ	62
1.1. DÜNYA EKONOMİSİNİN SON 20 YILINA VE GELİŞİMİNE GENEL BİR BAKIŞ	62



1.1.1. Gelişmiş Ülkelerin Finansın Uluslararasılaşması Sürecinde Finansal Liberalizasyona Bakışları ve Stratejileri	64
1.1.2. Dünya Ekonomisinde Gelişmiş Ülkelerin Finansal Sistemlerinin Gelişim Süreci	65
1.1.3. Gelişmiş Ülkelerin Dış Borca İhtiyaç Duymalarının Gerekleri.....	66
1.2. GELİŞMİŞ BİR DÜNYA EKONOMİSİNE SAHİP JAPONYA VE GELİŞİM SÜRECİNDE FINANSMAN STRATEJİSİ.....	67
1.2.1. Japonya Ekonomisine Genel Bakış.....	67
1.2.2. Japonya'nın Gelişim Sürecinde Finansman İhtiyacı ve Temini	69
2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE ULUSLARARASI PARA PİYASALARINDAN KAYNAK TEMİNLERİNİN İRDELENMESİ	72
2.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE GENEL BAKIŞ.....	72
2.1.1. Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Genel Özellikleri	72
2.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansın Uluslararasılaşması ve Finansal Entegrasyona Yaklaşımları	74
2.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN YURTDIŞI KAYNAK TEMİNLERİ	77
2.2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borca İhtiyaç Duymalarının Gerekleri.....	77
2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansman İhtiyacı ve Yurtdışından Kaynak Temini.....	78
2.2.3. Yurtdışından Uzun Vadeli Finansman Sağlanması ve de Borcun Borçla Finansmanı	80
3. SENDİKASYON KREDİLERİNİN DÜNYA EKONOMİSİ AÇISINDAN BİR FINANSMAN ARACI OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ VE ULUSLARARASI SENDİKASYON KREDİSİ PİYASALARI	82
3.1. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER AÇISINDAN SENDİKASYON KREDİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ	82
3.1.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Sağlanan Sendikasyon Kredilerinde Risklerin Önemi ve Risk Primleri	84
3.2. ULUSLARARASI SENDİKASYON KREDİSİ PİYASALARI VE SON YILLARDAKİ PERFORMANSI.....	86
3.2.1. 1980'li Yıllar	87
3.2.2. 1990'lı Yıllar	87
3.2.3. 2000 Yılı ve Sonrası	90
3.2.4. Uluslararası Sendikasyon Kredileri Piyasasında Yenilikler	96

III. TÜRKİYE'NİN KÜRESEL FİNANS PİYASALARINA ENTEGRASYONU VE TÜRK PARA PİYASALARINDA SENDİKASYON KREDİLERİ

1. TÜRKİYE EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ.....	98
1.1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SEKTÖRÜN LIBERALİZASYON SÜRECİ, 1980-2001.....	100
1.2. TÜRKİYE'DE FİNANSAL PİYASALAR.....	106
1.2.1. Para Piyasası.....	106
1.2.2. Döviz Piyasası	107
1.2.3. Bono ve Tahvil Piyasası	108
1.2.4. Hisse Senedi Piyasası.....	109
1.3. TÜRKİYE'NİN YURTDIŞI FİNANSAL PİYASALARDAN BORÇLANMASI	110
1.3.1. Türkiye'nin Yurtdışı Finansal Piyasalardan Borçlanmasının Geçmişten Günümüze Değerlendirilmesi	110

1.3.2. Türkiye'nin Uzun Vadeli Kaynak Temininde ve Kaynakların Kullanımında Karşılaştığı Zorluklar	112
1.3.3. Türkiye'de Dış Borcun Artış Göstermesinin Nedenleri ve Borcun Borçla Finansmanı	115
1.3.4. Türkiye'de Dış Borcun Genel Profiline İlişkin Değerlendirme	116
1.3.5. Türkiye'de Sendikasyon Kredisi Kullanımlarına İlişkin Yasal Çerçeve	120
1.4. TÜRKİYE'NİN ULUSLARARASI SENDİKASYON PIYASALARI İÇERİSİNDEKİ YERİ VE SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI.....	121
1.4.1. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri Piyasaları İçerisindeki Etkinliği.....	121
1.4.2. Türkiye'nin Son Yıllarda Sendikasyon Kredisi Kullanımları.....	123
1.4.3. 2001 Yılına Genel Bakış	130
SONUÇ.....	133
KAYNAKÇA	141
EKLER	150



TABLolar

Tablo 1. Uluslararası Ekonomik Faaliyetteki Artış, 1964-1994 (Yıllık Ortalamalar:%).....	13
Tablo 2. Uluslararası Finansal Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	29
Tablo 3. 1998 Yılında Dünya Sendikasyon Kredilerinde Liderlik Tablosu.....	89
Tablo 4. Gelişmişlik Düzeyine Göre Sendikasyon Kredileri Kullanımları.....	90
Tablo 5. BIS'e Raporlama Yapan Bankaların Ülkelere Göre Yaşayan Alacak Miktarları	91
Tablo 6. BIS Kayıtlarına Göre Bazı Ülkelerin Sendikasyon Kredisi Kullanımları.....	95
Tablo 7. Türk Finansal Sektörünün Liberalizasyon Süreci 1980-2001.....	102
Tablo 8. Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin 2001 Yılı Tahminleri.....	105
Tablo 9. Türkiye'nin Toplam Dış Borç Stoku(Mio USD).....	119
Tablo 10. Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu.....	119
Tablo 11. Türkiye'nin Dış Borç Kullanımları.....	120
Tablo 12. Türkiye Tarafından 1998 Yılında Kullanılan Sendikasyon Kredileri	125
Tablo 13. 1999-2000 Yıllarında Türkiye'de Sendikasyon Kredisi Kullanımları.....	127



GRAFİKLER

Grafik 1. Sendikasyon Kredileri ve Menkul Kıymet İhracı Karşılaştırması.....84

Grafik2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sağlanan Sendikasyon Kredisi Miktar
ve Spreadler.....86

Grafik 3. Telekom Sektörüne Verilen Sendikasyon Kredilerinin Dünya Genelinde
Sağlanan Toplam Sendikasyon Kredileri İçerisindeki Payı (Milyar USD)....92



KISALTMALAR

CD	: Certificate Of Deposit (Mevduat Sertifikası)
DYY	: Dolaysız Yabancı Yatırımları
WTO	: World Trade Organization (Dünya Ticaret Organizasyonu)
GATT	: General Agreement On Tariffs And Trade Gümrük Tarifeleri Ve Ticaret Genel Anlaşması
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
CMO	: Collateralized Mortgage Obligations (Teminatlı)
LMA	: Loan Market Association (Kredi Piyasası Birliği)
LIBOR	: London Interbank Offered Rate (Londra bankaları arasında günlük olarak belirlenen ve genellikle 3-6 ay vadeli krediler için geçerli olan dolar mevduat faiz oranıdır.)
FIBOR	: Frankfurt Interbank Offered Rate
OECD	: Organization For Economic Cooperation And Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
BIS	: Bank For International Settlements (Uluslararası İşlemler Bankası)
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı



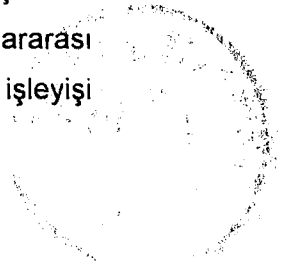
GİRİŞ

Son yıllarda, tüm dünyada, uluslararasılaşma ve küreselleşme kavramları ile oldukça sık karşılaşılmaktadır. Genel anlamda bu iki başlık altında bir çok alt başlık ortaya çıkarılmış ve üzerlerinde çalışmalar yapılmıştır. Küreselleşme denince akla ilk olarak ekonomik ve finansal alanda küreselleşme gelmektedir. Finans bağlamında konu irdelendiğinde, finansın uluslararasılaşması, finansal entegrasyon, uluslararası finans piyasaları ve de sermaye hareketlerinin ülkelerin ekonomik gündemlerinde önemli bir yere sahip oldukları rahatlıkla söylenebilir.

Dünya genelinde, bir anlamda bölgesel de olsa, güç birliği ve kaynakların eşit dağılım ve kullanımının sağlanmasının amaçlandığı düşünülürse, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından tüm kavramlar büyük önem taşımaktadır. Bununla beraber, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin amaçları ve de bu süreçte aldıkları yol farklılık arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler temelde kendilerine yeni pazarlar açabilmek, yeni kaynaklar yaratabilmek amacıyla hareket ederlerken, gelişmekte olan ülkeler ise daha çok bütçe açıklarını finanse etmek, yeni yatırımlar yapabilmek, yeri geldiğinde borç servislerini yerine getirebilmek tüm bunlarla bağlantılı şekilde sermaye piyasalarının yeterli gelmemesi ve de derinliği olmaması gibi nedenlerle para piyasalarından borçlanma yolunu seçmektedirler. Bir süre sonra yetersiz kalan ulusal piyasalar yerine bir anlamda ucuz kaynak temin edilebilecek uluslararası piyasalara yönelim olmaktadır.

Uluslararası para piyasalarından kaynak temini dendiğinde akla ilk gelen araçlardan biri sendikasyon kredileri olmaktadır. Sendikasyon kredileri, yıllardan beri göz ardı edilemez bir şekilde tüm dünya ülkeleri açısından önemini korumuştur. Beraberinde sendikasyon kredileri piyasasında özellikle teknolojik ve finansal kesimde ortaya çıkan yenilikler ile birlikte büyük değişiklikler, türevler, farklı uygulamalar meydana gelmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ve de derinleşmiş bir sermaye piyasasına sahip olmadıkları ve de taşıdıkları riskler nedeniyle uzun vadeli kaynak temin etmekte zorlandıkları düşünülürse, ağırlıklı olarak para piyasaları üzerinden borçlanma yoluyla kendilerini finanse ettikleri rahatlıkla söylenebilir. Bu bağlamda, uluslararası sendikasyon kredilerinin sağlanma süreci ve sendikasyon kredileri piyasasının işleyişi



incelenmelidir. Sendikasyon kredileri, ilk kullanılmaya başlandığı yıllardan günümüze kadar geçen sürede uluslararası finansal araçlar içerisinde hacimsel anlamda iniş ve çıkışlar yaşamakla birlikte, sağlanan kuruluş ve ülke açısından bir prestij ifadesi taşıması nedeniyle de önemini hiç yitirmeden devam ettirmiştir.

Türkiye’de uluslararası para piyasalarında, sendikasyon kredileri açısından borçlanma kapasitesi nedeniyle aktif bir rol üstlenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında da bu anlamda en önde gelen ülkelerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tüm bunlardan hareketle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası para piyasalarından sendikasyon kredileri yöntemi ile uzun vadeli kaynak teminlerini irdelemek ve bu bağlamda gelişmiş ülkelerin kaynak kullanımını bir örnek olarak dikkate alarak Türkiye’nin borçlanma profilini incelemek faydalı olacaktır.

Bu bağlamda, çalışma üç bölümde ele alınacaktır. Birinci bölümde; finansal piyasalar, uluslararası finans piyasaları ve sendikasyon kredileri kavramsal bir yaklaşım ile tanımlanacaktır.

İkinci bölümde; borç gereksinimleri, yönetimleri ve sendikasyon kredilerinin kullanımları açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finans piyasalarından kaynak teminleri ve sendikasyon kredisi kullanımları değerlendirilecektir. gelişmiş bir dünya ekonomisi olması ve yaptığı atılımlar ile ikinci dünya savaşı sonrasında önemli bir güç haline gelen Japonya’nın gelişim süreci ve de kaynak kullanımı irdelenecektir.

Üçüncü bölümde ise; tüm bunlar ışığında Türkiye’nin küresel finans piyasalarına entegrasyonu ve Türk para piyasaları açısından sendikasyon kredisi taşıdığı önem ve kullanımlarının incelenmesi amaçlanmıştır.



I. FİNANSAL PİYASALAR, KÜRESEL FİNANS PİYASALARI VE SENDİKASYON KREDİLERİ: KAVRAMSAL YAKLAŞIM

1. FİNANSAL PİYASALARIN GENEL ÖZELLİKLERİ

Genel olarak piyasalar, malların paraya veya paranın mala dönüştüğü yerlerdir. Finansal piyasa ise; bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya denir. Beş unsurdan oluşmaktadır.

- 1) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- 2) Yatırımcılar (fon talep edenler)
- 3) Yatırım ve finansman araçları,
- 4) Yardımcı kurumlar,
- 5) Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.

Finansal piyasaların fonksiyonlarını şu şekilde özetlemek mümkündür:

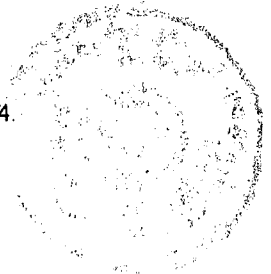
- Fon arz edenlerden talep edenlere akışını sağlamak,
- Menkul kıymetleri likide çevirmek,
- Menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak,
- Fonları ve ekonomik kaynakları tahsis etmek.

Finansal piyasaları ¹

- 1) Para Piyasaları,
- 2) Sermaye Piyasaları,
- 3) Döviz Piyasası
- 4) Swap Piyasası,
- 5) Opsiyon Piyasası,
- 6) Vadeli Piyasalar,
- 7) Gelecek Piyasaları.

şeklinde yedi bölüme ayırmak mümkündür. Ancak, temelde bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların vadelerine göre para ve sermaye piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır.

¹ Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 4. Basım, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1995, s.284.



1.1. PİYASA TANIMLARI

1.1.1. Vadelerine Göre Finansal Piyasalar

1.1.1.1. Para Piyasası :

Vadesi en çok 1 yıl olan finansal varlıkların ihraç edildiği ve işlem gördüğü piyasalardır. Kısa vadeli fonlardan oluşur. Para piyasasının araçlarını ticari senetler; kaynaklarını çeşitli mevduat oluşturmaktadır. Kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak ikiye ayrılabilir.

Örgütlenmiş Para Piyasası : Kısaca bankacılık sistemidir.

Örgütlenmemiş Para Piyasası : Bankacılık sisteminin dışında kalan piyasadır. Bu tür piyasalarda işlemler daha serbest olarak yapılmaktadır. Bu özelliklerinden dolayı tezgah üstü piyasalar (over the-counter market) olarak adlandırılmaktadırlar.

1.1.1.2. Sermaye Piyasası :

1 yıldan daha uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Kaynağı para piyasasında olduğu gibi tasarruf sahiplerinin birikimleridir. En yaygın araçları ise hisse senetleri ve tahvillerdir. Finansal piyasaların işlemlerine göre ayrımı daha çok sermaye piyasası başlığı altında yapılmakla birlikte farklı bir yaklaşım olduğu için burada ayrı bir başlık altında incelenmiştir.

1.1.1.3. Kredi Piyasası² :

Kredi piyasası ise gene kısa vadeli olan , ancak kişisel anlaşmaların ağırlık kazandığı kredi işlemlerini konu alır. Bir ticari işletmenin kredi ihtiyacı karşılandığında veya işletmeler tarafından tüketiciye veya diğer işletmelere kredi verildiğinde gerçekleştirilen işlemler kredi piyasasını oluşturur. Bu piyasanın temel fon teminini ticari bankalar sağlarlar.

1.1.2. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar

1.1.2.1. Birincil Piyasa :

Finansal varlığın ilk kez sürülüp "ihraç"tan alındığı piyasalardır.

1.1.2.2. İkincil Piyasa :

Daha önce çıkarılmış menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasa, menkul

² Hasan Basri Gökten, *Ekonomik Finansal Görüşler*, Ankara: Şekerbank Kültür Yayınları No:5, 1997, s.125.

kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratma ve bu piyasanın da gelişmesine katkıda bulunma görevini üstlenmiştir. Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası, ikincil piyasa ise daha çok menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır.

1.1.2.3. Diğer Sınıflandırmalara Göre Finansal Piyasalar:

Finansal piyasalar aktivite gösterdikleri ulusal sınırlara göre de bir ayrıma tabi tutulabilir. Bu planda iki tür finansal piyasadandır söz edilebilir. Bunlardan birincisi ulusal finansal piyasalardır. Belli bir milli devlet sınırları içerisinde fon alış verişinin yapıldığı piyasalardır. Ülke içindeki tasarruflar ile yatırımcılar arasındaki ilişki bu piyasalar yardımıyla kurulur. Bu yapılar diğer bir deyişle iç borçlanma piyasalarıdır.

İkinci tür finansal piyasalar ise uluslararası finansal piyasalardır. Ulusal yapılara göre çok daha büyük ölçekli finansal yapılardır. Genellikle gelişmiş ülkelerde ve/veya finansal fon arzının fazla olduğu bölgelerde kurulurlar. Uluslararası fon arz eden kişi ve kurumlar ile fon talep eden kişi ve kurumların buluştukları yerlerdir.

Özellikle son yıllarda küreselleşme ve finansın uluslararasılaşmasının getirdiği iletişim imkanlarının ve finansal fonların akışkanlıklarının artması, ulusal ve uluslararası finansal piyasalar arasındaki ayrımı işlevsiz hale getirmiştir.

1.2. FİNANSAL KURUMLAR:

Finansal piyasaların amaçlarına ulaşabilmesi ve tasarruf sahibi ile menkul kıymet ihraç eden kurumların piyasa içinde bir araya gelebilmeleri için finansal aracılara ihtiyaç vardır. Aracılık işlevini gören kurumlara finansal aracılar (financial intermediaries) denir. Fon akımına aracılık eden kurumlar gerek tasarruf sahibine, gerekse menkul kıymet ihraç eden ortaklıklara danışmanlık hizmeti sunar, menkul kıymetin satışını kolaylaştırırlar.³ Fon arz edenlerle, fon talep edenler arasında bağlantı kuran finansal kurumları üç başlık altında toplamak mümkündür.⁴

1) Para Yaratıcı Finansal Kurumlar

- T.C. Merkez Bankası

³ Ibid., s.119.

⁴ Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, 2.b. İstanbul: Beta Yayıncılık, 1994, ss.30-31.



- Kamu Mevduat Bankaları
 - Özel Mevduat Bankaları
- 2) Para Yaratamayan Finansal Kurumlar
- Yatırım ve Kalkınma Bankaları
 - Sosyal Güvenlik Kurumları
 - Sigorta Şirketleri
 - Kredi ve Kefalet Kooperatifleri
- 3) Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar
- Borsalar
 - Aracı Kurumlar

Yukarıda belirtilen finansal kurumlardan en yaygın olanları özel mevduat bankalarıdır. Bankalar finansal aracılardan en önemlisidir. Merkez Bankası ile ticari bankalar pasifleri çoğunlukla para (banknot ve vadesiz mevduat) olan, para yaratan finansal araçlardır.

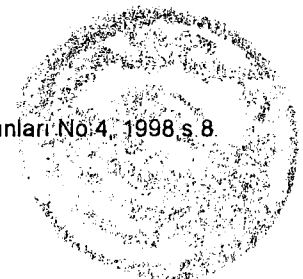
Sigorta şirketleri, bir diğer finansal aracı kuruluş türü olup sattıkları sigorta poliçesi karşılığı sağladıkları fonları çeşitli alanlara ve menkul değerlere yatırarak değerlendirirler.

Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve emekli sandıkları zorunlu ve ihtiyari olarak üyelerden topladıkları sigorta (emeklilik) primlerini menkul değerlere (kamu ve özel kesim tarafından çıkarılan) yatırarak değerlendirirler.⁵

Yatırım ortaklıkları ve benzer kuruluş olan yatırım fonları, kendi çıkardıkları menkul değerler (tahvil, hisse senedi ve katılma belgesi gibi) karşılığında tasarruf sahiplerinden sağladıkları fonları riskin bölüşülmesi ve kar elde etme ilkesine göre menkul değerlere yatıran aracı kuruluşlardır.

Yatırım bankaları; işletmelerin menkul değer ihracında aracılık yapan finansal kuruluşlardır. Bunlara ek olarak aracı kurumlar ise, özellikle menkul değer borsalarında faaliyette bulunan, kendi veya başkası nam ve hesabına menkul değer alım satımı yaparak menkul değerler için piyasa oluşturan borsa komisyoncuları şeklinde tanımlanabilirler.

⁵ Ünal Bozkurt, *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, 1998, s. 8.



1.3. FİNANSAL ARAÇLAR:

Finansal araçları temelde alacak hakkını temsil eden finansal araçlar (borç enstrümanları, bonolar ve tahviller) ve ortaklık payını temsil eden araçlar (hisse senetleri vb) şeklinde tanımlamak mümkündür.

1.3.1. Para Piyasası Araçları :

Para piyasasında vadelerin kısa olması nedeniyle bu piyasada alınıp satılan borç araçlarının arz fiyatlarında fazlaca dalgalanma olmaz. Bu nedenle para piyasası araçlarının riski azdır. Para piyasası araçları kısaca aşağıda belirtilmiştir.

1.3.1.1. Hazine Bonoları:

1 yıldan kısa vadeli borç aracıdır. Üzerinde faiz kuponu taşımamaktadır. En başta iskontolu olarak satılır.

1.3.1.2. Ciro Edilebilir Mevduat Sertifikası:

Bankalara belli bir vade için yatırılan paralar karşılığında, mevduat sahibine yatırdığı paranın tutarını ve vadesini göstermek üzere verilen hamiline yazılı bir belgedir. Devredilebilir olması mevduat sertifikasının (Certificate of Deposit-CD) en önemli özelliğidir.

1.3.1.3. Finansman Bonosu:

Finansman bonosu büyük bankalar ve tanınmış şirketler tarafından çıkartılmış kısa vadeli borç aracıdır. Kısa vadeli tahvil ve emre yazılı senetler arası bir özellik taşıyan finansman bonoları ülkemizde henüz gelişme aşamasındadır. Uygulandığı tüm ülkelerde 1 yıldan kısa vadeli olarak çıkarılmakta ve iskontolu olarak satılmaktadır.

1.3.1.4. Geri Satın Alım Anlaşması (Repo):

Repo belirli bir vade sonunda belirli bir faiz ya da fiyatla geri alma taahhüdü yapılarak gerçekleştirilen tahvil satış anlaşmasıdır. Bir finansal kuruluş ya da bir banka, yatırımcı kuruluşa veya kişiye menkul değer satmakta ve bu menkul değerleri satış anında belirlenen fiyatı üzerinden belli bir süre sonra geri satın almayı taahhüt etmektedir.

1.3.1.5. Banka Kabulü (Bankers Acceptances) :

Bu para piyasası aracı, uluslararası ticaret süreci içinde ortaya çıkmıştır. Genel hatlarıyla bir firma tarafından tanzim edilen gelecekte belli bir tarihte ödenebilir bir tür bonodur. Özellikle dış ticaretin finansmanına katkıda bulunmaktadır.



1.3.1.6. Banka bonoları:

Bankanın borçlu sıfatıyla düzenlediği emre muharrer senettir. Vadeleri en az 3 ay en fazla 1 yıldır. İskonto edilerek satışa sunulur.

1.3.1.7. Eurodollar:

Genel anlamda ABD dışındaki yabancı bankalara veya ABD bankalarının dış ülkelerdeki şubelerine yatırılan ABD dolarına denilmektedir. Başka para cinsleri içinde aynı durum piyasalarına göre Euroyen vb. gibi söz konusu olabilir. Ancak genel tanımlama olarak Eurodollar kullanılmaktadır. Yatırılan bu paralar fon ihtiyacında olan ülke ve şirketlere yine aynı ad altında (eurodollar kredisi şeklinde) kredi olarak verilmektedir.

1.3.1.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler:

Firmalar ve bankaların alacaklarını karşılık göstererek çıkardıkları, belirli bir faiz içeren ve alacakların vadesinden önce paraya çevrilmesine olanak veren menkul kıymetlerdir. Bunları ödeme aktarmalı sertifikalar (Pass Through), alacağa bağlı tahviller (asset-backed bonds) ve ödeme aktarmalı tahviller (Pay Through) dir Alacağa bağlı tahviller bir alacak portföyü ile teminatlandırılır. Ödeme aktarmalı tahviller ise bir alacak portföyü ile teminalandırılır. Ödeme aktarmalı sertifikaları satın alan yatırımcılar ise menkul kıymetin bağlı olduğu ipotekli alacaklardan aylık olarak faiz ve anapara ödemelerini almaktadırlar.

1.3.1.9. Çek ve Senetler:

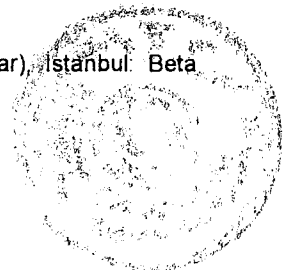
Ticari kuruluşların, üçüncü kişilerden olan alacaklarını temsil etmekte olan belgelerdir. Yine bu kuruluşlarca hammadde vs. alımlarında para gibi kullanılır. Çek kullanılmaya hazır provizyona dayalı bir ödeme emridir. Bu kıymetli evraklar bankalar tarafından iskonto edilir veya teminata alınır. Bu yolla firmalara kredilendirme yapılır. Poliçede muhatap şahıs olurken, çekte bankadır.⁶

1.3.1.10. Kredi Kartları:

Farklı alanda hizmet veren işyerlerinde para yerine kullanılabilen ve bölgesel anlamda belirli sınırlara tabi olmayan ödeme araçlarıdır.⁷

⁶ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar), İstanbul: Beta Yayıncılık, 1999, s.135.

⁷ Ibid., s.135.



1.3.1.11. Döviz Efektif, Altın Piyasaları:

Döviz efektif piyasalarına bankalar, özel finans kurumları, Bakanlıkça faaliyetleri uygun görülen yetkili müesseseler ve Merkez Bankası katılmaktadır. Bu piyasalar Türk Lirasının döviz cinsi üzerinden değerinin belirlenmesi kolaylaşmaktadır. Türk Lirasının değerinin piyasa ekonomisi kuralları dahilinde belirlenmesi esas amaçtır.

1.3.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasasında uzun vadeli pay senedi, not ve tahvil gibi menkul kıymetler işlem görür. Sermaye piyasasında da tıpkı para piyasasında olduğu gibi bir enformasyon sorunu, kredi faiz oranı ve likidite riski vardır. Sermaye Piyasası araçlarını temel olarak iki başlık altında incelemek mümkündür.

1.3.2.1. Borç Piyasası Araçları:

Uzun vadeli fonlara firmaların gereksinimi, sermaye harcamalarıyla kendi içsel fonları arasındaki açığın pay senedi satışı yerine borç satışı yoluyla karşılanmasından doğar. Bu tür menkul kıymetler gelecekte belli bir tarihte sabit bir ödeme yapılacağını vurgular. Güvenceli veya güvencesiz olabilir.

1.3.2.1.1. Güvence Altında Bulunan Borçlar:

1.3.2.1.1.1. Özel Plasman:

Uzun vadeli banka kredisi özelliği taşır. Bir özel plasman temelde bir finansal aracı tarafından bir firmaya verilen uzun vadeli bir ödünçtür. Batı ülkelerinde sıkça kullanılmaktadır. Bankaların rolünü hayat sigortası şirketleri oynamaktadır. Likiditesi düşüktür.

1.3.2.1.1.2. Şirket Tahvilleri ve "Underwriter"lar:

Şirket tahvillerini finansman bonosunun uzun vadeli şekli olarak tanımlamak mümkündür. Anonim şirketler tarafından ihraç edilirler. Bu tahvillerin satışını genellikle bir underwriter üstlenir.

1.3.2.1.1.3. Devlet Tahvili:

Devletin kurumlardan ve kişilerden yaptığı borçlanma karşılığında verdiği senetlere denir. Devlet iç borçlanma senetleri hamiline düzenlenmiştir. Bu tahviller ihaleyle satılmaktadır. Üzerlerinde kupon taşımaktadır.

1.3.2.1.1.4. Banka Garantili Bonolar:

Bankadan kredi kullanan şirketlerin bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerdir.

1.3.2.1.1.5. Katılma Belgeleri:

Menkul kıymet yatırım fonları büyük bir portföydür. Bu portföyün mülkiyetini katılma belgeleri temsil eder. Katılma belgeleri pay senedi gibidir.

1.3.2.1.1.6. Eurotahviller:

Uluslararası piyasalardan borçlanmada kullanılan araçlardan biridir. Eurotahvil ihracı yoluyla kredi sağlayanlar genelde özel şirketler, resmi veya yarı resmi kuruluşlardır. Mali yükümleniciler aracılığıyla eurotahvil çıkartılarak fon sağlanması işlemi gerçekleştirilir. Eurotahviller, tahvilin bağlı bulunduğu ulusal parayı çıkartanlardan farklı bir çok ülkede satışa sunulur. Bu piyasanın temel varlık nedeni, diğer sermaye piyasalarına göre hükümet kısıtlamaları ve vergilendirme dışında kalabilmeleridir.

1.3.2.1.2. Güvence Altına Alınmamış Borçlar:

1.3.2.1.2.1. İpotekli Borç Senedi:

İpotekli borç senedi hanehalkı veya firmaların konut, arsa ve diğer reel aktifleri satın almaları için verilen bir ödünçtür. Tek başına ipotekte yalnızca alacaklıların bir taşınmaz malın rehniyle teminat altına alınması amaçlanırken ipotekli borç senedinde alacağı teminat altına alınmanın yanısıra, taşınmaz malın değerini tedavül ettirme görevi ön plana çıkmaktadır.

1.3.2.1.2.2. Ticari İpotek:

Bu yolla verilen krediler, arsa, bina gibi taşınmaz bir malla güvence altına alınmaktadır. Oldukça yaygın kullanılmaktadır.

1.3.2.1.2.3. Leasing Sözleşmesi:

Bu tür sözleşmelerle bir teçhizat bir firmaya belli bir fiyattan belli bir zaman için ödünç verilmektedir. Vade sonunda o mal kiralayan kişi tarafından satın alınır ve malın mülkiyetine sahip olur.



1.3.2.1.2.4. Hisse Senetleri:

Sahibine ortaklık hakkı sağlayan menkul değerlerdir. Hisse senedi sahibi söz konusu şirketin ortağı olmaktadır. Hisse sahipleri, şirketin faaliyet karı, varlıkları üzerinde sermayesi oranında hak sahibidir. Ancak ortakların bu hakkı, öncelik bakımından alacaklıların hakkından sonra gelmektedir. İki türlü karşımıza çıkabilir.

- a) Yeni hisse senedi ihracı: Firmanın kendisine uzun vadeli fon sağlayabilmek amacıyla yeni hisse senedi ihracında bulunmasıdır.
- b) Risk Sermayesi: Yeni hisse senedi ihracının hem maliyetli olması hem de belli zorluklar taşıması nedeniyle yeni bir çözüm olarak risk sermayesi bulunmuştur. Firma yönetimi üzerinde belli bir kontrol isteyen uzmanlaşmış kurumlarca sağlanan sermaye fonudur.

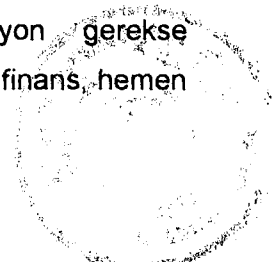
2. FİNANSAL PİYASALARIN ULUSLARARASILAŞMASI, ENTEGRASYONU VE KÜRESEL FİNANS PİYASALARI

2.1. FİNANSAL PİYASALARIN ULUSLARARASILAŞMASI

Finansın uluslararasılaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin, gerekse finansal piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafya sınırlamasına tabi olmadan, kendileri için daha uygun olan mekanlarda işlem yapmasını ifade eder.

Yurtiçi piyasalarda yeterli fon ve tasarruf fazlasının olmaması ve finans kaynaklarını yeterli gelmemesi nedeniyle, ciddi bir finansman ihtiyacı ortaya çıkmış bu gereksinim de ülkelerin finansal piyasalarının uluslararasılaşması hususunda önemli bir itici güç olarak karşımıza çıkmıştır. Fon arz ve talebi uluslararası düzeyde oldukça önemli ve rekabet arz eden bir konuma gelmiştir. Bunun sebebi de sermayenin sınır tanımadan rahatça dolaşabilmesi, fon talep eden kesimlerin bu fonları en ucuza sağlayabilecekleri, fon arz eden kesimlerinde bu fonlara en iyi getiri sağlayabilecekleri merkezlere yönelmeleri olmuştur.

Finansal hareketlerle ilgili sınırlamaların azaltılması mal piyasalarında ve ticaret alanında atılan adımlara göre daha sonra başlamıştır. Gerek liberalizasyon gerekse telekomünikasyon teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde gelişen uluslararası finans, hemen



her ülkeden piyasa katılımcısının, diğer ülke piyasalarında işlem yapmasını gündeme getirmiş ve sonuçta artan rekabet sermaye maliyetlerinin düşmesine neden olmuştur. Günümüzde kurumsal yatırımcıların yanısıra bireysel yatırımcılar da aracı kurumlar vasıtasıyla, diğer ülkelerin finansal piyasalarında işlemler yapmakta, fon fazlasına sahip olanlar fonları için daha güvenli ve yüksek getirili alanlar ararken, fon ihtiyacı olanlar, bu fonları en ucuza temin edebilecekleri piyasalara yönelmektedir. Böylece kaynak dağılımı, yalnızca ulusal değil, uluslararası anlamda da rasyonalizasyona doğru gitmektedir⁸.

Finansal piyasaların uluslararasılaşma boyutu giderek artmaktadır. Bunu iki boyutta dikkate almak mümkündür. Yerel finansal piyasalarda yapılan işlemlerin %40'a yakını sınır ötesi müşteriler veya yatırımcılar ile yapılan işlemler oluşturmaktadır. Yerel finansal kurumların yabancı para işlemleri ve sınır ötesi kullandıkları krediler ve yatırımcıları genişlemektedir. Uluslararasılaşmanın ikinci boyutunda ise yabancı finansal kurumların yerel piyasalardaki ağırlıkları artmaktadır. Özellikle uluslararası sermaye piyasası işlemleri, proje finansmanı, sendikasyon kredileri, özelleştirme finansmanı, satın alma ve birleşmelerin finansmanı gibi önemli fonlar gerektiren işlemlerde uluslararası alanda faaliyet gösteren büyük ticaret ve yatırım bankaları hakim olmaktadır.

Uluslararasılaşma trendi gelecekte de daha genişleyerek devam edecektir. Teknolojinin gelişimi, fon hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması, finansal ürünlerin piyasa katılımcılarının beklentileri ve isteklerine göre gelişmesi, finansal hizmetler sektöründe çalışanların bu değişimi mümkün kılacak bilgi birikimine sahip olması, bu süreci daha da hızlandıracaktır. Uluslararasılaşma, yakınlaşma ve küreselleşme trendleri, finansal hizmetler sektörünün daha rekabetçi hale gelmesini ve işlemlerin daha teknik ve karmaşık olmasını ifade etmektedir.

Dünya ekonomisi ve uluslararası ekonomik entegrasyonun 'emirleri' artık eskisinden çok daha önemlidir. Politika yapıcılar, ulusal ekonomilerinin yabancı pazarlarla ilişkilerine giderek daha fazla dikkat gösterilmesi gerektiğinin gayet iyi farkındadırlar. Tablo 1'de görüldüğü üzere, 1985-1994 arasında uluslararası ticaret hacmi, dünya çıktısındaki büyüme oranının iki katı oranında arttı.⁹ Sermaye akışları ve banka kredileri ise daha da büyüyerek,

⁸ Ali Alp, *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*, İstanbul:Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.18.

⁹ Dani Rodrik, *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler*, çev:Sultan Gül, İstanbul: Sabah Kitapçılık San., 2000, s.74.



yılda iki haneli oranlarda arttı.

Tablo 1. Uluslararası Ekonomik Faaliyetteki Artış, 1964-1994 (Yıllık Ortalamalar:%)

Uluslararası Ekonomik Faaliyetteki Artış, 1964-1994 (Yıllık Ortalamalar:%)				
	İhracat Hacmi	Dünya DYY Akışları	Uluslararası Banka Kredileri	Dünya Reel GSYİH'sı
1964-73	9.2	-	34	4.6
1973-80	4.6	14.8	26.7	3.6
1980-85	2.4	4.9	12	2.6
1985-94	6.7	14.3	12	3.2

Kaynak: Rowthorn ve Kozul-Wright (1998); IMF ve BIS (Bank for International Settlements)

Finansın uluslararasılaşması ve finansal entegrasyon, hem uluslararası finansal sisteme tehdit oluşturacak unsurların engellenmesi hem de ortaya çıkan risklerin finansal sisteme ve daha sonra reel ekonomiye verebileceği zararların azaltılması konusundaki düzenlemeleri etkilemektedir. Her şeyden önce finansın uluslararasılaşmasıyla birlikte finansal kurumlar gittikçe artan tutarlarda uluslararası finansal işlemlerde bulduklarından, düzenleyici ve gözetleyici otoritelerin bu kurumların finansal yapılarını izleyebilme ve sağlam bir finansal yapıya sahip olup olmadığını anlayabilme imkanları sınırlanmaktadır. Diğer yandan, uluslararası finansal işlemlerin izlenmesi ve gözetiminin maliyeti de çok yüksektir. Bir yandan uluslararası işlem yapan finansal kurumların takibi daha zor ve maliyetli iken, diğer yandan, bu kurumların karşı karşıya kaldıkları riskler (her ne kadar uluslararası portföy çeşitlendirmesi yatırım riskini azaltsa da) yalnızca yurtiçinde işlem yapan finansal kurumlara göre daha fazla olabilmektedir¹⁰.

Finansal piyasaların uluslararasılaşması, ülkelerin sahip oldukları fonları iyi şartlarla satmaları ve ihtiyaç duydukları fonları da daha iyi koşullarda sağlamaları anlamında, ekonomik refahın sağlanmasına büyük bir katma değer sağlamaktadır. Bu bağlamda Türkiye'yi ele aldığımızda, yurtiçi piyasalardan kısa vadelerde bile çok yüksek reel faizlerle borçlanan Hazine'nin uluslararası piyasalardan yurtiçi piyasalara nazaran çok iyi koşullarla ve faizlerle borçlanabildiğini söylemek mümkündür.

Finansın uluslararasılaşmasıyla birlikte, yalnız finansın işlem hacmi artmamış aynı zamanda

¹⁰ Alp, ss.171-172.



finansal işlemlerin türünde de değişimler meydana gelmiştir. Örneğin, ulusal finansal piyasalar bankacılık, menkul kıymetler ve sigortacılık gibi alt piyasalara kesin sınırlarla ayrılmışken, günümüzde bu sınırlar, özellikle uluslararası finansal piyasalar büyük ölçüde önemini yitirmiştir. Geleneksel olarak, ulusal finansal piyasalarda yaşanan bir ayırmda borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasaları arasındaki ayırmıdır. Günümüzde bu ayırım kalktığı gibi, piyasalar özellikle türev menkul kıymetler gibi yeni finansal ürünlerle (financial innovations, financial derivatives) tanışmış ve uluslararası piyasalar üzerindeki işlemler 24 saat aralıksız devam eder hale gelmiştir.¹¹

2.1.1. Küreselleşme:

Küreselleşmenin tanımını her türlü ürün ve hizmet piyasalarında sınırların kalkarak, bu yerel piyasaların uluslararası alanda bütünleşmesi, birleşmesi ve böylece birbirlerini doğrudan etkiler hale gelmeleri şeklinde yapmak mümkündür. Küreselleşmenin temelinde iki faktör dikkati çekmektedir. Bunlardan birincisi politik faktörler, ikincisi ise teknolojik faktörler olarak sayılabilir. Her iki faktörde küreselleşmenin beklenenden daha büyük bir hızla yayılmasına yardımcı olmuştur. Küreselleşmeyi meydana getiren şartlar genel hatlarıyla; finansal piyasalardaki dinamizm, veri işleme, iletişim teknikleri ve ayrıca bir çok ülkede finansal piyasaların deregülasyonu ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi şeklinde sıralanabilir.

Küreselleşme kavramının gelişimine bakıldığında bu kavram ile ilk olarak 1980'li yılların başlarında karşılaşıldığını ve bu eğilimin 1980'li yılların ikinci yarısında gelişme ve 1990'lı yıllarda da tüm hatlarıyla belirginlik kazanarak olgunlaşmaya başladığını söylemek mümkündür. Küreselleşme, ülkeler arasındaki ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların (bölgelleşme) çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin inanç ve beklentilerin daha iyi tanınması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbiriyle bağlantılı olguları içerdiği, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin, milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması anlamına geldiği söylenebilir.¹²

2.1.2. Bölgeselleşme

Dünya ekonomisinde 1970'lerin başından itibaren istikrarlı büyüme sürecinden

¹¹ Ibid., s.83.

¹² Devlet Planlama Teşkilatı, *Dünya'da Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler*, DPT:2375- ÖİK:440, Ankara, 1995, s.1.

uzaklaşılması, düşük büyüme hızı, işsizlik, istikrarsız fiyatlar , koruma politikalarına olan rağbetin yeniden artmasına sebep olmuştur. Bunun sonucunda bazı alanlarda küreselleşme devam ederken bazı alanlarda da yeni bir akım olan bölgeselleşme (bölgesel entegrasyon hareketleri) hız kazanmaya başlamıştır. Günümüzde bölgeselleşme (kutuplaşma) küreselleşmenin önüne geçmektedir. ABD ve AB dünya ekonomisinde bölgesel ekonomik bütünleşmelere giderek kendi pazarlarını rakiplerine daha az açıp, buna karşılık dünya pazarlarına daha çok girme kavgası içindeler. Bölgeselleşme bir anlamda küreselleşmenin karşısında gözüke de, aslında bölgeler arasındaki ekonomik ilişkiler arttıkça, küreselleşme için doğal ortam yaratılmış olacaktır.¹³

Bölgeselleşme özerklik ve toplum ve bölgesel ihtiyaçlar için politik bir ses gerektirir. Bölgeselleşmeyi doğuran sebeplerin bir kısmı aşağıdaki şekilde belirtilebilir:¹⁴

- Devletin gelişme ve ilerleme yolundaki sözlerini yerine getirmemesinin doğurduğu hoşnutsuzluk.
- Eğitim, gelişen iletişim ve şehirlerde yaşayan insanların konuya ilişkin artan konsantrasyonları ile desteklenen bölgesel güç ve etnik kimlik,
- Küreselleşmenin kültürel farklılıkları azalttığı dünyada bir yere ait olmaya ilişkin derin duyguların ortaya çıkardığı yoğun istek.
- İyi durumdaki şirketlerin kendi kaynaklarını kendilerinden daha kötü durumdaki şirketlerle paylaşmadaki isteksizliklerini ve açık bir ortamdaki ulusal birimler arasındaki rekabeti bir miktar azaltmak.

Küreselleşme ve bölgeselleşme; artan fırsatlar, etkin bir kaynak dağılımı, bilginin serbestçe dolaşımı, daha açık bir rekabet ve daha ıslah edilmiş bir yönetim sözlerini vermektedir. Bununla birlikte tabii bazı riskler de mevcuttur. Küreselleşme dışsal şok ve sermaye dalgalanmalarından oldukça fazla etkilenmeye neden olmaktadır.

2.1.3. Finansal Piyasaların Küreselleşmesi

Uluslararasılaşma, ülkelerarası finansal işlemlerin artması anlamına gelirken, küreselleşme; tek bir dünya finansal piyasasını oluşturacak şekilde her ülke ekonomisinin birbirine entegre

¹³ S. Rıdvan Karlık, *Küreselleşen Dünya'da Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995, s.2.

¹⁴ Shahid Yusuf, "A Changing Development Landscape: Globalization and Localization World Development Report 1999/2000", *Transition The Worldbank and The William Davidson Institute Periodical* (August 1999), Vol.10, No.4, ss.1-2.



olarak bir bütün oluşturması anlamını taşır.¹⁵ Uluslararası finans sisteminin küreselleşmesi öncelikle Bretton Woods sistemi ile birlikte, 1946'da uygulanmaya başlanan sabit döviz kurları beraberinde gündeme gelmiş olup, esas olarak 1973 yılında sistemin yıkılması ile birlikte hareketlilik kazanmıştır.¹⁶

Piyasalar arasındaki sermaye akımı ve bunun büyüklüğü, finansal piyasaların entegrasyonu ve küreselleşmesinin ölçülmesi konusunda önemli bir ölçüt olarak dikkate alınmaktadır. Buna bağlı olarak da ülkelerin yerel tasarruf piyasalarının yabancı piyasalardan etkilenme derecesi, faiz oranları ve döviz kurlarındaki gelişmelerde diğer ölçütler olarak karşımıza çıkmaktadır. Faiz oranları ve döviz kurları da doğrudan yerel finansal piyasaların büyüklüğünden ve yabancı sermaye akımının yönünden ve büyüklüğünden etkilenmektedir. Uluslararası sermaye akımı bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır. Genel anlamda ise net uluslararası sermaye akımı ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir. Bu anlamda, uluslararası sermaye akımının ön önemli araçları finansal piyasalar olmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi ve küreselleşmesi ile birlikte uluslararası sermaye akımları da çeşitlenmekte ve boyutu da genişlemektedir.

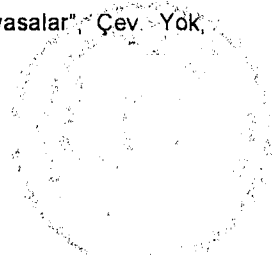
Finansal piyasaların küreselleşmesi, 1990'lı yıllar boyunca tüm dünyadaki tasarruflara ve yatırım akımlarına, makroekonomik gelişmelere ve politika yapıcıların karşısına çıkan yeni sorunlara ilişkin oldukça derin anlamlar taşımaktaydı. Uluslararası yatırımcılar, finansal piyasa düzenleyicileri ve politika yapıcılar güçlü bir finansal sistemin özelliklerini anlama ve finansal dengeyi oluşturma konularına amaçlı olarak birbirlerine benzer şekilde büyük ilgi göstermişlerdir.¹⁷

Bir çok hükümetin ekonomiye ilişkin kalkınma politikaları küresel ekonomik entegrasyon süreci ile birlikte değişikliğe uğramıştır. Ulusal programların yanısıra uluslararası piyasalarda yaşanan gelişme ve yenilikleri takip edebilmek ve dünyayı yakalayabilmek adına dünya

¹⁵ Masaaki Shirakawa, Kunio Okino, and Shigenori Shiratsuka, "Financial Market Globalization: Present and Future", *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series No:97-E-11*, Tokyo: Bank of Japan, 1997, s.2.

¹⁶ Tommaso Padoa-Schioppa, "Uluslararası Perspektifte Finansal Düzenleme ve Mali Piyasalar", *Çev. Yok. Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi* (İstanbul:1996), Sayı 18, s.46.

¹⁷ Knight, s.8.



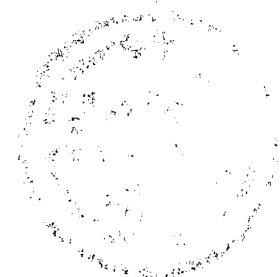
ekonomisi ve uluslararası ekonomik entegrasyonun gereklerinin ve emirlerinin eskisinden çok daha önemli bir hale geldiğini söylemek mümkündür. Gerçekten de pek çok 'gelişmekte olan' ülkede endüstrileşme ve yoksullukla ilgili olarak yıllardan beri süregelen kalkınma kaygılarının yerini "uluslararası rekabetçilik" hedefleri almış, bu yaklaşımda bu ülkelerin uluslararası finansal piyasalarda bir adım daha ileri gitmelerine yardımcı olmuştur. Bunu takiben yeni oluşumlar finans piyasalarında kendisini göstermeye başlamıştır. Uluslararası ekonomik entegrasyonun ardında kısmen, ulaşım ve iletişim maliyetlerini düşüren teknolojik değişimler, bunun yanısıra mal, hizmet ve sermaye ticaretlerindeki kısıtlamaların aşama aşama kaldırılması bulunmaktadır. bu bağlamda uluslararası finansal piyasalar, makroekonomik sürdürülebilirlikle uyumsuzluk içinde bulunan politikaları izleyen ülkeleri hızla cezalandırmakta gecikmemektedirler.

Haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinde ortaya çıkan devrim, küreselleşmeyi kolaylaştırırken kamu politikalarına karşı adeta dünya çapında bir karşı devrime de sebep olmuştur. Bir düğmeye basmakla, finansal sermaye dünya çevresinde şaşırtıcı bir hızla hareket etmeye başlamış ve ulusal kamu yönetimlerini fon akımlarını düzenleme ve kontrolde güçsüz ve çaresiz bırakmıştır.¹⁸ Bu gelişmelerin finansal piyasaların uluslararasılaşmasında ve diğer bir deyişle küreselleşmesinde başlangıç teşkil eden noktalardan biri olduğunu söylemek fazlasıyla mümkündür.

2.2. FİNANSAL PİYASALARIN ENTEGRASYONU

Finansal piyasaların entegrasyonu, değişik ülke finansal piyasalarında yer alan getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkların ortadan kalkmasını açıklamaktadır. Ekonomik alanda yaşanan entegrasyonun doğal bir sonucu olarak en belirgin etkiler finansal alanda göze çarpmıştır. Reel alanda yaşanan entegrasyonu takiben finansal entegrasyon kaçınılmaz olmuş ve hatta finansal entegrasyon diğerinin önüne geçmiştir. Finansal piyasaları içiçe geçen ülkelerin para birliğine doğru gitmesi de kaçınılmaz olmuştur. Bunun en güzel örneği de karşımıza Avrupa Birliği olarak çıkmıştır. Avrupa'da bir para birliği oluşturmanın amacı ortak bir para sistemi yaratmak ve Avrupa'da oluşturulan entegrasyonun daha da genişlemesinin sağlanmasıdır. Bunun yanısıra ABD Dolarını ikame edebilecek bir para biriminin Avrupa finans piyasalarında dolaşımının sağlanmasıdır.

¹⁸ Ali İhsan Karacan, *Finans, Ekonomi ve Politika*, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1997, s. 113.



Son elli yıl içinde uluslararası ticaret ve sanayide sınırötesi engellerin, özellikle sanayileşmiş (gelişmiş) ülkeler arasında, büyük ölçüde ortadan kaldırılması, 1970'li yılların başlarından itibaren sabit kur sisteminin çökmesiyle sermaye hareketlerinde de yaşanmaya başlamış ve sanayi-ticaret alanında ortaya çıkan çokuluslu şirketler kavramı, finansal piyasalarda da önde gelen ülkelerin finansal kurumlarının yeni birimler açarak ya da yeni finansal kurumlar oluşturarak birçok finansal merkezde faaliyet gösterir hale gelmesiyle, çok uluslu finansal kurumlar şeklinde kendisini göstermiştir.

Gelişen sermaye piyasaları uluslararası piyasalarla bütünleşme ve yakınlaşmaya yöneldikçe, uluslararası yatırımcıların dikkatini daha fazla çekmeye başlamıştır. daha fazla çekecektir. Bu entegrasyonun gerçekleşebilmesi için kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmesi ve özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliğinin artırılması gerekmektedir. Ekonomik reformlar yoluyla, portföy giriş artacak, gelişen sermaye piyasalarının küresel finans sistemine entegrasyonu kolaylaşacaktır.

Finansal piyasalarının uluslararasılaşması ve entegrasyonu sonucunda, gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde, bir piyasada yaşanan olumlu ya da olumsuz bir gelişme, diğer piyasaları da etkiler hale gelmiştir. Sermayenin çeşitli ülkelerin piyasalarında herhangi bir sınırlama olmadan serbestçe dolaşabilmesi ve bunun sonucunda getiri oranlarındaki farkların azalması, piyasalar arasındaki farklılıkları belirli ölçülerde ortadan kaldırmış ve piyasalar arasındaki entegrasyon güçlenmiştir. Bununla birlikte, mevcut bu entegrasyon düzeyi, ekonomik yapıları ve gelişmişlik düzeyleri arasında söz konusu olup, gelişmekte olan ülkelerin entegrasyon düzeyi oldukça zayıftır.

Uluslararası finansal piyasalardaki genel trend entegrasyon yönündedir. Ancak bir çok açıdan istenilen seviyeye henüz ulaşamamıştır. Buna en belirgin örnek olarak da kısa vadeli faiz oranları ile kısa ve orta vadeli sabit getirili menkul kıymetlerin getirileri arasında yakınlaşmalar olmasına rağmen uzun vadeli menkul kıymetlerin getirileri ve özellikle hisse senedi piyasalarındaki getiri oranlarında önemli farklılıkların olması gösterilmektedir. Bu problemin aşılması için de döviz kurlarındaki belirsizlikler en büyük engel olarak görülmektedir. Bu engelin aşılmasında da ülkelerin izleyecekleri para ve finansal politikalarından, ticaret politikalarına kadar çok geniş bir yelpazeyi kapsayacak şekilde yürütmeleri gereken işbirliği temel oluşturmaktadır.



2.2.1. Liberalizasyon

1970'li yılların başından itibaren finansal piyasalar ile ilgili bir çok sınırlayıcı mevzuatı uygulamadan kaldıran gelişmiş ülkeler aynı zamanda liberalizasyonla ilgili önemli bir adım atmış olup yeni bir dizi uygulamayı da harekete geçirmişlerdir. Bu çift yönlü bir hareketin doğmasına sebep olmuştur. Sınırlamaların gevşetilmesi ile uluslararası fon hareketleri artmış bu da finansal piyasalarla ilgili ulusal mevzuatın daha da liberalize edilmesi yönünde bir baskı oluşturmuştur. Liberalizasyon ile birlikte finansal piyasalar arası sermaye hareketlerinde dikkat çeken artış gözlemlenmiştir. Tüm bu gelişmeleri takiben, gelişmelerin başladığı 1970'li yılların başından itibaren gelişmiş ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları çok düşük sayılabilecek düzeylere inmiştir.

Finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyon ve finansal kurumlar arasındaki rekabet, özellikle ilk olarak sermaye piyasaları çok gelişmiş olan ABD'de ve Euro piyasalarda yeni finansal araçların (financial innovations) dizaynına yol açmış ve bu araçlar daha sonra diğer ülkelerde de kullanılmaya başlanmıştır.¹⁹ Finansal piyasalar uluslararasılaşması söz konusu oldukça, finansal piyasalara çeşitli kısıtlamalar getiren düzenlemeler bir miktar esnekleştirilerek veya kaldırılarak liberalizasyona yönelinmektedir. Buradan da yola çıkarak uluslararasılaşma ve liberalizasyon hareketlerinin etkileşim içinde olduklarını söylemek mümkün olabilmektedir. Çünkü, uluslararasılaşma arttıkça liberalizasyon hareketleri hızlanmakta, liberalizasyon hareketleri de finansal piyasaların entegrasyonunu daha güçlü hale getirmektedir.

Liberalizasyonu doğuran nedenler ise aşağıdaki şekilde sıralanabilir:²⁰

- Finansal piyasalarda rekabetin artırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin maliyetinin düşürülmesi .
- Yatırımcı kesimlerin fon sağlama imkanlarının yanısıra tasarrufçu kesimlerinde yatırım alternatiflerinin artırılması.
- Finansal piyasalarda fiyatların ve sermaye dağılımının daha etkin hale getirilmesi.
- Sınırlamaların kaldırılması konusunda ulusal ve uluslararası piyasa katılımcılarından gelen baskılar.
- Finansal piyasaların ulusal ve uluslararası düzeyde daha rekabetçi hale gelmesinin sağlanması.
- Yeni koşullara ve finansal yeniliklere daha açık olunması.

¹⁹ Alp, s.91.

²⁰ E. Phillip Davis, *Debt Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford:Clarendon Press, 1995, s.27.



- Gerektiğinde kamunun daha rahat fon yaratabileceği gelişmiş sermaye piyasasına sahip olunması.
- Uluslararası sistemde yer alıp, yatırımlar için gerekli sermayenin sağlanması.

Finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyon ve deregülasyon bazı riskleri de beraberinde getirmiştir. Bunları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.²¹

- Piyasalardaki (reel sektör ve finansal sektör) fiyat dalgalanmalarının artması (yüksek volatilité)
- Sistemik risklerin yükselmesi
- Para politikalarının etkinliğinin azalması
- Geçiş döneminde, reel sektörün yeni sisteme ayak uydurması finansal sektörden daha fazla zaman alacağından, enflasyon ve ödemeler dengesi problemlerinin söz konusu olması.

Liberalizasyon ve deregülasyon hareketleri,1971 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile başlamış olup kendisini sınır ötesi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve paranın fiyatlandırılması üzerindeki kontrollerin (faiz oranlarına ve kredi tahsislerine getirilen sınırlamalar) kaldırılması şeklinde ilk olarak göstermiştir.²²

2.2.2. Deregülasyon

Piyasalarda daha fazla rekabetçi bir yapı yaratmak amacıyla, düzenlemelerin gevşetilmesi, önceki kontrollerin kaldırılması anlamındadır. Farklı bir tanımla, faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, piyasalarda tekeli ya da eksik rekabet yaratacak düzenlemelerin, piyasaya girişle ilgili kısıtlamaların ortadan kaldırılması, deregülasyon olarak adlandırılmaktadır.

2.2.3. Reregülasyon

Piyasalarda daha fazla rekabetçi bir yapı yaratmak amacıyla, düzenlemelerin revize edilmesi, tekrar gözden geçirilmesi, değiştirilmesi, serbest piyasa ekonomisini destekleyici yönde gevşetilmesi, yeni düzenlemeler getirilmesi anlamındadır.

²¹ Alp, ss.96-97.

²² Richard O'Brien; *Global Financial Integration: The End of Geography*, The Royal Institute of International Affairs, New York:yy, 1992, s.1.



2.2.4. Uluslararası Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Gözetim

Finansal piyasalar, ulusal ve uluslararası düzeyde, liberalizasyon ve entegrasyona doğru ilerlerken, bu piyasaların düzenlenmesine ve gözetimine olan yaklaşım da değişmektedir. Bu bağlamda, piyasalardaki sınırlamaların kaldırılması atılan ilk adım olmakta ve piyasaların daha rekabetçi bir ortamda çalışabilmesi için kurumsal yapı ve yeni finansal araçlar anlamında yeniliklere daha açık olması bunu takip etmektedir. Bunun doğal bir sonucu olarak ekonomide kaynak dağılımının daha rasyonel hale getirilmesi için gerekli olan ortam oluşturulmakta ve ortaya çıkacak riskler minimize edilerek, bu piyasaların güven ve istikrar içinde çalışması amaçlanmaktadır. Güveni oluşturan unsurlar anlamında da, öncelikle finansal kurumların daha sağlam bir sermaye ve likidite yapısına kavuşturulması ve buna ek olarak piyasa katılımcılarının daha sağlıklı karar verebilmeleri için gerekli bilgilerle donatılması konuları ilk göze çarpanlar olmaktadır.

Yukarıda belirtilen sebepler neticesinde, finansal regülasyon, deregülasyon ve reregülasyonlar, genel olarak piyasaların kısıtlanması noktasından, bu piyasalarda yer alacak olan finansal kurumların daha sağlam bir kaynak yapısı üzerinde çalışmalarının temini ve kamuyu aydınlatma anlamında uygulamaların genişletilmesi ve piyasa katılımcılarının daha rasyonel hareket edebilmelerini sağlayıcı şekilde önem kazanmakta ve gündeme gelmektedirler. Bu amaçla piyasa mekanizmasına müdahale olgusunun terk edilmesi ve serbest piyasa ekonomisinin desteklenmesi yönünde bir görünüm sergilemektedirler.

Sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırılması ve finansal kurumlar ile diğer piyasa katılımcılarının çeşitli ülkelerde işlemler yapabilmesi, tarafları uluslararası anlamda borçlu ve alacaklı konuma getirmekte; böylece herhangi bir tarafın yükümlülüğünü zamanında ya da daha da kötüsü hiç yerine getirememesi durumunda, bu kurumlardan alacağı olan taraflar direkt olarak, direkt etkilenen taraflarla alacak-borç ilişkisi içinde bulunan taraflar da endirekt olarak etkilenmektedir. Söz konusu olayın boyutuna göre de bu olayda yer alan ülkeler ve hatta uluslararası finansal sistem, sistemik risk ile karşı karşıya kalmaktadır. Dolayısıyla uluslararası finansal sistemde yer alan bir ülkede ortaya çıkan sorun yalnız bu ülkelerin sorunu olarak kalmamakta, diğer ülkelere de yayılabilmektedir (contagion effect). Bu durum sistemde yer alan ülkelerin ilgili düzenleyici ve gözetleyici otoritelerinin işbirliğini zorunlu kılmaktadır.²³

²³Alp, s.19.



20. yüzyılın son çeyreğinde, gerek genel ekonomi gerekse finansal piyasalarla ilgili, yaşanmakta olan en çarpıcı gelişme, ulusal ve uluslararası düzeyde düzenlemelerdeki değişimlerdir. Bu gelişmeler genellikle liberalizasyon ve deregülasyon olarak ifade edilmekte olup, genel olarak ekonomi ile, özel olarak da finansal piyasalarla ilgili olarak geliştirilmiş olan , esas itibariyle kısıtlayıcı düzenlemelerin ortadan kaldırılması, devletin ekonomideki rolünün azaltılması ve sonuçta kaynak dağılımının, üretim ve fiyatlandırmanın piyasa güçleri tarafından yapılmasını ifade etmektedir. Liberalizasyon ve deregülasyon anlamında atılan adımları genel başlıklar altında aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.²⁴

- Döviz kurlarının serbest piyasa mekanizması tarafından belirlenmesi.
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamusal kontrollerin kaldırılması ve fon arz ve talebinin (kaynak tahsisinin) serbest piyasa mekanizması tarafından yerine getirilmesi.
- Uluslararası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması.
- Finansal piyasaların alt sektörleri (bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık) arasındaki sınırların önemli ölçüde gevşemesi ve hatta bir çok ülkede ortadan kalkması.
- İkinci el piyasalarda (borsalarda) yapılan işlemlerle ilgili olarak, aracı kurumların müşterilerine tahakkuk ettirecekleri komisyonların serbest bırakılması.
- Çeşitli ülkelere ait finansal kurumların gerek şube açarak, gerekse finansal kurum satın alarak diğer ülkelerin finansal piyasalarına girişinin kolaylaşması ve finansal piyasalarda kurumsal bazda da rekabetin artması.
- Piyasaların giderek düzenlemelerden arındırılması ve piyasa kontrollerinden ziyade piyasada faaliyet gösteren finansal kurumların sermaye yapılarını güçlendirici düzenlemelere ağırlık verilmesi ve böylece piyasaların giderek serbest piyasa mekanizmasına terk edilmesi.
- Finansal piyasalarla ilgili olarak uluslararası işbirliğinde önemli mesafeler alınması.
- Bilgisayar teknolojisi ve telekomünikasyon alanındaki olağanüstü ve hızlı gelişmelerin finansal piyasalarda kullanılması ve bu gelişmelerin uluslararasılaşma trendini daha da hızlandırılması.

Bütün finansal piyasalar, bu piyasaları destekleyen tüm kanun ve düzenlemeler

²⁴ Ibid., ss.94-95.



çerçevesinde, sağlam bir finansal sisteme katkıda bulunabilmek amacıyla farklı rollerle hareket ederler. Eğer ana piyasa, kanun, veya düzenlemeler olması gerektiği gibi hareket etmezse veya hep birlikte yok olurlarsa, finansal sistemin sağlamlığı ve güvenilirliği hemen etkilenecektir.²⁵ Bu bağlamda bir çok gelişmekte olan ülke ekonomisinin, uzun süreli bir finansal baskı ve dış işlemlerde kısıtlamalar gibi zor deneyimleri yaşadıklarını söylemek mümkündür. Bu ülkelerin finansal sistemlerini belirleyen yasal ve düzenleyici çerçevelerin maalesef genelde zayıf ve yetersiz olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bir çoğunun finansal sistem yapıları içerisinde önemli boşluklara ve eksikliklere sahip oldukları rahatlıkla söylenebilir.

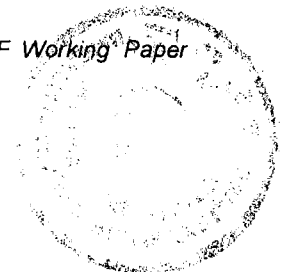
2.3. KÜRESEL FİNANS PİYASALARI

Uluslararası finansal piyasalarda da 1960'lı yıllarda euro piyasalar ile başlayan uluslararasılaşma ve yerel piyasalar arasında bütünleşme günümüzde finansal piyasaların küreselleşmesi aşamasına gelmiştir. Yerel piyasalar ve sınır ötesi piyasalar arasındaki küreselleşme, zamanla mal piyasalarındaki küreselleşmenin önüne geçmiştir. Bu gelişimde de önemli etken gelişmiş ülkelerin sermaye hareketlerindeki kontrolleri ve sınırlamaları kaldırmaları ve değiştirmeleri ile yürüttükleri finansal serbestleşme olmuştur. Bu sürece gelişmekte olan ülkelerde büyük katkıda bulunmuşlardır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerine serbestiyi benimseyerek, kendi finansal piyasalarını uluslararası piyasalar ile bütünleştirme çabasına girişmiş ve böylece rekabet eder bir konuma gelmek için önemli bir yol katetmişlerdir.

Küresel finans piyasaları denildiğinde akla ilk gelen konulardan biri sermayenin akışkanlığı olmaktadır. Sermayenin akışkanlığını ölçmek için iktisatçılar esas itibariyle iki ölçüt kullanmaktadırlar. Bunlardan birisi miktar diğeri ise fiyatlardır. Yüksek ölçüde Uluslararası Sermaye Akışkanlığı döviz, hisse senedi ve tahvillerde ticari ilişkilerde büyük miktarda uluslararası finansal işlemler yapılması anlamına gelmektedir. Döviz ve para piyasaları hemen bütünüyle küreselleşmiştir. Tahvil piyasaları hızla küreselleşmektedir. Bu piyasaların toplamı dünyadaki bütün finansal varlıkların yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Dünyada hisse senetleri piyasalarının küreselleşmesi süreci ise başlamıştır.²⁶

²⁵ Malcolm Knight, "Developing Countries and the Globalization of Financial Markets", *IMF Working Paper* No.105, Washington:IMF, July 1998,s.9.

²⁶ Ibid.



Günümüzde küresel finansal piyasaları oldukça kompleks bir görünüme sahip olmaya başlamıştır. Şöyle ki bu süreçte birçok gelişmiş ve gelişmekte olan yerel piyasalar bütünleşmiş, bu bağlamda ana ve türev piyasalar oluşmuş, bu gelişimde bir çok finansal kurumun bulunduğu ve çok sayıda finansal aracın kullanıldığı ve uluslararası ortak normların giderek yerleştiği bir yapı ortaya çıkmıştır.

Ekonomik entegrasyonun daha çok serbest ticaretle özdeşleştiği 1980 öncesi dönemde, yabancı sermaye girişi banka kredileri, hükümetler arası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. Ancak 1982'de yaşanan borç krizi, bankaların kredi değerlendirmelerindeki değişimler ve sermaye oranlarındaki artış banka kredilerini azaltarak menkul kıymetlere dayalı finansal piyasa işlemlerini yaygınlaştırmıştır. Sermaye piyasalarının küreselleşmesinde hızlı gelişmeler yaşanan 1980'li yıllar, enflasyon oranlarının düştüğü, uluslararası bankacılıkta kar marjlarının daraldığı, rekabetin arttığı bir dönem olmuştur. Böylece sermayenin uluslararası dolaşımındaki her türlü sınırlamanın kaldırılması gündeme gelmiştir.²⁷

Küresel finans piyasalarından söz ederken gelişmiş piyasa, bölgesel piyasa, gelişmekte olan piyasa ve uluslararası finansal piyasa tanımlarından bahsetmekte fayda olacaktır.

2.3.1. Gelişmiş Piyasalar

Gelişmiş bir piyasada, finansal arz ve talepler en etkin bir şekilde finansal kuruluşlar tarafından karşılanır. Gelişmiş piyasayı temsil eden özellikler, piyasaların işlem hacimleri, likidite, ürün çeşitliliği ve derinliği, piyasa giriş ve çıkış kısıtlamalarının bulunmayışı, vb. etkinlik kriterleri olarak sayılabilir.

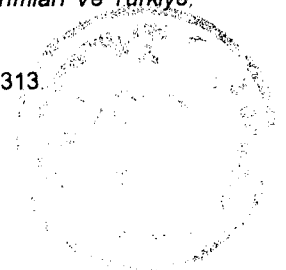
Genel olarak gelişmiş piyasaların organizasyonel yapısında aşağıdaki yönetsel faktörler dikkati çeker.²⁸

- 1) ulusal bankalara uluslararası piyasalarda faaliyette bulunabilme kolaylıklarının sağlanması
- 2) komisyon oranlarının pazarlıkla belirlenmesi
- 3) uluslararası piyasalara girişlerde yabancı bankalar ve aracı kurumlara ulusal piyasalara girişte uygulanan düzenlemelerin getirilmesi.²⁹

²⁷ İMKB Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu , *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları Ve Türkiye*, İstanbul:İMKB Yayınları, 1994,s.10.

²⁸ İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, *Uluslararası Finansman*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994,ss.312-313.

²⁹ İMKB Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu,s.13.



2.3.2. Bölgesel Piyasalar

Coğrafi konumları itibariyle birbirlerine yakın olan ülkelerin, izledikleri para ve sermaye politikaları çerçevesinde sermaye piyasalarında bir entegrasyon oluşturmaları sonucunda oluşan piyasalar bölgesel piyasalar olarak adlandırılır.³⁰ Küreselleşme ile birlikte bir ülkede alınan ekonomik kararların sınırlar ötesi bir anlam ifade etmeye başlaması, bunun sonuçlarından etkilenen ülkelerin bir araya gelmelerini ve bölgeselleşme eğilimlerini hızlandırmaktadır. Yeni dünya düzeni içerisinde üç önemli bölgesel entegrasyon önem temel oluşturmaktadır. Bunlar; Avrupa Birliği, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Birliği ve Asya Pasifik Birliği'dir.

2.3.3. Gelişmekte Olan Piyasalar³¹

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlarına çözüm arayışı içinde portföy yatırımlarını özendirici çalışmalar başlatmışlardır. Özel sektörün finansman gereksinmelerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yoluyla karşılanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılarak, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının derinliğini artırıcı etki yaratmıştır.

2.3.4. Uluslararası Finansal Piyasalar³²

Dünyada birçok finansal piyasa yabancı yatırımcılar içinde işlem yapılması yaygın ve cazip konumdadır. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli, hem yabancı olmak üzere fon arz ve talep edenler karşılaşır. En önemli uluslararası finansal merkezler New York, Tokyo ve Londra'dır. Uluslararası piyasaların göze çarpan en büyük özelliği sermaye girişinde kısıtlamanın minimum olması ve politik dengesizliğin yani bir anlamda ülke riskinin çok az seviyede olmasıdır.

Yerel piyasa dışında yerel finansal araçların kullanımı ile gelişen uluslararası nitelikli piyasalar "Euromarkets" olarak tanımlanır. Euromarkets ikiye ayrılır:

1. Eurocurrency Piyasalar: Belirlendiği ülke dışındaki bir banka mevduatında tutulan tam konvertibl para birimlerini ifade eder.
2. Eurobond Piyasalar: Yabancı bir piyasada yine kendi para biriminde belirlenerek satılan

³⁰ Ibid.,s.16.

³¹ Ibid.,s.20.

³² Ibid.,s.17-19



tahvillerdir. Katılımcıları arasında uluslararası finansal kurumlar ve büyük çok uluslu şirketler bulunmaktadır.

2.3.4.1. Europara Piyasaları

Bu piyasa ağırlıklı olarak 2. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan ve özellikle 1960'lardan sonra hızla gelişen bir uluslararası para piyasasıdır. Bu tür işlemlerin dörtte üçünden fazlası ABD doları cinsinden yapılır. Sınırlı ölçüde Alman Markı, Japon Yeni ve İsviçre Frangı gibi paralarda kullanılmaktadır. O nedenle bu piyasaların bir diğer adı "Eurodollar Piyasası" 'dır. Kelime olarak "Eurodollar", Amerikan Doları'nın ABD dışında, Avrupa'da oluşan piyasası anlamına gelir. Başka bir deyişle, Avrupa'daki bazı büyük bankaların dolar cinsinden mevduat kabul etmeleri ve böylece topladıkları fonlardan kısa süreli dolar kredisi açmaları şeklinde yaptıkları işlemlere Eurodollar işlemi ve bu piyasaya da Eurodollar piyasası denilmektedir.

Öte yandan Eurodollar işlemleri çok geniş bir coğrafi alanda yapılmaktadır. Bu merkezler 5 grupta toplanabilir. (1) Londra, Zürih, Frankfurt, Lüksemburg, Paris, Amsterdam, Brüksel, ve Milan gibi piyasalardan oluşan Avrupa Merkezleri, (2) New York, Chicago, Toronto, Los Angeles, ve diğerlerini kapsayan ABD ve Kuzey Amerika Merkezleri, (3) Singapur, Hong Kong ve Tokyo'dan oluşan Uzak Doğu ve Asya Merkezleri, (4) Beyrut, Bahreyn ve Birleşik Arap Emirlikleri'ni içine alan Orta Doğu Merkezleri ve (5) Nassau-Bahama, Cayman Adaları ve Panama'dan oluşan Karayip Merkezleri.

Bu merkezlerin tümünde yürütülen işlemlere Eurodollar işlemi denmekle birlikte zaman zaman ilgili paranın cinsine ve coğrafi bölgenin özelliğine göre farklı isimler de kullanılmaktadır. Örneğin Euromark, Eurofrank, Euroyen piyasası ve Asyadolar piyasası, Hong Kong Dolar piyasası gibi. Tüm bu piyasalar, kendi ülkelerinin dışında oluşan para piyasasında kullanılmaları gibi bir ortak özellik taşımaktadırlar.³³

2.3.4.2. Eurotahvil Piyasaları

Eurotahvil çıkartılarak fon sağlanması da bir mali yükümleniciler grubu aracılığıyla gerçekleştirilir. Farklı ülkelere mensup çok sayıda ticaret ve yatırım bankası ile aracı kurumlardan oluşur. Yükümlenicilerden her biri çıkartılan tahvillerden payına düşeni, kendi ulusal piyasasında pazarlar. Bu tahviller taşıyana göre çıkartılırlar. İtfaya tabidirler. Bu

³³ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem Yayınları No:8, 1994, ss.224-225.

piyasada yine Euro para piyasasına benzer özellikleri bünyesinde barındırır.

2.3.5. Küreselleşme İle Birlikte Finansal Piyasalarda Meydana Gelen Değişiklikler

Küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan finansın uluslararasılaşması ve finansal piyasa entegrasyonları sonucunda uluslararası sermayenin hareketliliği kabul görmüş bir gerçektir. Bunun sonucunda da hükümetlerin kendi finansal sistemlerine ilişkin kontrolleri, yönetimleri, düzenlemeleri ve kontrolleri güçleşmektedir. Küreselleşme ile birlikte ulusal ekonomiler dış dünyadaki olumlu veya olumsuz olsun gelişmelerden daha çabuk ve fazla etkilenmeye başlamış olup, bağımlılıkları daha fazla artmıştır.

Son onbeş yirmi yılda ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda dünya çapında derinliği olan yapısal değişimlerin özellikleri arasında yeni piyasalar ve yeni finansal enstrümanların oluşumunu, ulusal piyasaların kendi içinde ve uluslararası finansal piyasalar ile artan bir seyir izleyen iççeliğini ve böylece finansal hizmetlerin uluslararasılaşmasını saymak mümkündür.³⁴

Finansal piyasalarda ortaya çıkan köklü yapısal değişiklikleri artan bir çeşit yelpazesiyile finansal enstrümanlar takip etmiştir. Finansal enstrümanlar detaylı incelendiğinde bunların olası bir risk ihtimalinden korunmak amacıyla (hedging) amaçlı geliştirildikleri gözlemlenmiştir. Bunda da en önemli rolü politik istikrarsızlık riskine karşı korunma oluşturmuştur. Finansal piyasaların entegrasyonu ile birlikte uluslararası faiz hadleri daha yakınlaşmıştır.

Uluslararası finansal piyasalar günümüzde ulusal piyasalar kadar önem taşıyor hale gelmiş olup yine ulusal piyasalar kadar yakından takip edilmektedirler. Bunun belli başlı sebeplerinden biri bu piyasaların yatırım ve tasarruf arasındaki aracılık fonksiyonunu yerine getirmede büyük rol oynamaları olmuştur. Küreselleşme ve deregülasyon trendi ile bağlantılı olarak finansal piyasalarda meydana gelen yenilikler değişik şekillerde izlenmektedir. Küreselleşme çerçevesinde yukarıda bahsedildiği üzere yeni finansal enstrümanların yanısıra yeni piyasalar ve yeni finansal kurumlar da devreye girmiştir.

Bu yenilikleri şu şekilde kısaca tanımlayabiliriz³⁵:

³⁴ Yüksel Birinci, "Globalleşme ve İktisat Politikası," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi* (Ekim 1997), Yıl. 34, No.10, s.49.

³⁵ *Ibid.*, s.50.

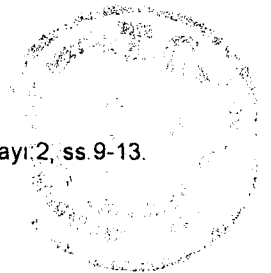
Yeni Finansal Kurumlar: Finansal kurumların yeni şekilleri son yıllarda önem kazanmakta ve uluslararası portföyü ile küreselleşmeyi teşvik etmektedir; yabancı sermaye piyasalarına da angaje olan emeklilik fonları ve yeni varyasyonlarıyla yatırım fonlarını örnek olarak verebiliriz.

Piyasalar: Gelişmekte olan Asya ülkeleri, Orta Asya ve Doğu Avrupa ülkelerinde yeni sermaye piyasaları oluşmuştur. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde finansal baskının sona erdirilmesi ve sermaye hareketleri kontrollerinin kaldırılması sonrası para piyasaları oluşmuş ve bunlar yeterli finansal derinliğe sahip olma yolunda gelişme kaydetmişlerdir.

Enstrümanlar: Finansal piyasaların küreselleşmesi para politikası enstrümanlarının daha da gelişmesine katkı sağlamıştır. Para politikası enstrümanları arasında dengeler de değişmiştir. Bir çok Merkez Bankası'nda, özellikle gelişmiş ülkelerde açık piyasa işlemlerinin daha ön plana çıktığı görülmektedir. Ayrıca reponun diğer enstrümanlara kıyasla daha esnek olması sebebiyle ilgi çektiği görülmektedir. Türev enstrümanlarının (derivativ) geniş ölçüde yaygınlaştığıda görülmüştür. Son yıllarda önem kazanan ve uluslararası portföyü ile küreselleşmeye katkı sağlayan emeklilik fonları ve bunların yatırım fonları ve türleri finansal kurumlaşmanın yeni türleri arasında sayılabilir. Türetilen yeni enstrümanlar finans piyasalarının artan yenileşme potansiyelinin bir göstergesidir.

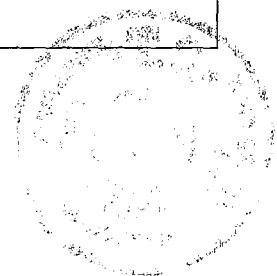
Finansal sistemlerde 1980'li yıllarla birlikte önce gelişmiş ülkelerde başlayan daha sonra gelişmekte olan ülkelere sıçrayan 1990'lı yıllarda ise hızlanan önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Bunlar, finansal serbesti, deregülasyon ve uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestiler olarak adlandırılmaktadır. Aşağıdaki Tablo 2'de uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler belirtilmektedir.³⁶ Bu tabloda da anlaşıldığı üzere uluslararası finansal piyasalarda peşpeşe ciddi gelişmeler olmuştur.

³⁶ Fidyak Araştırma Grubu, "Yeni Bir Uluslararası Finansal Sistem", *Fidyak Bülten*, (Mayıs 1998), Sayı:2, ss.9-13.



Tablo 2. Uluslararası Finansal Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler

Uluslararası Finansal Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler (1)	
Uluslararası Finansal Hizmetler Ticaretinde Artan Serbesti	<ul style="list-style-type: none"> • Uluslararası Finansal Hizmetler Ticaretinin Kapsamı • GATT ve WTO Düzenlemeleri • AB Düzenlemeleri • ABD-Asya Pasifik-Japonya-Gelişmekte Olan Ülkeler
Finansal Serbestleşme ve Deregülasyon	<ul style="list-style-type: none"> • Finansal araçların fiyatlarının piyasada serbestçe belirlenmesi • Yeni finansal araçların ihracı • Düzenli para ve sermaye piyasalarının kurulması • Kambiyo düzenlemelerinde serbesti <ul style="list-style-type: none"> • Kurların piyasada belirlenmesi • Yabancı paralı işlemlerde serbesti • Sermaye hareketlerinde serbesti • Sınır ötesi işlemlerde serbesti • Yabancı mali kurumların yerel piyasaya girişi ve faaliyetlerine izin • Yeni finansal kurumların kurulması • Bankalar ile diğer finansalkurumlar arasında ayrımcılığın azalması • Finansal piyasalara ile ilgili mevzuatta uluslararası kurallara uyum
Uluslararasılaşma	<ul style="list-style-type: none"> • Yabancı paralı işlemlerin payında artış • Finansal kurumların aktif ve pasiflerinde yurtdışı yerleşikleri ile işlemleri payına artış • Sınır ötesi krediler ve yatırımlar • Yabancı finansal kurumların yerel piyasada işlem hacminin artması • Uluslararası işlemlerin belirli finansalmerkezlerde toplanması
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Artış	<ul style="list-style-type: none"> • Gelişmiş ülkelere yönelik • Gelişmekte olan ülkelere yönelik
Finansal Entegrasyon ve Tek Pazara Yönelim Artan Riskler	<ul style="list-style-type: none"> • Finansal serbesti ve deregülasyon • Serbest sermaye dolaşımı/erbest ürün ve hizmet sunumu/Yatırım serbestisi • Haberleşme ve bilgi teknolojisinde ilerleme • Finansal yenilikçi/Yeni ürünler/Yatırım araçlarında mobilizasyon • Alternatif finansal enstrümanlara yatırım ve fon yönetimi • Yerel finansal piyasalar birbirine bağlandı ve dünya tek pazar haline geliyor • Uluslararası artan riskler ve risk yönetimi ihtiyacı • Yerel piyasalardaki dalgalanma ve krizlerin diğer piyasalara etkisi • Yerel para otoritesinin para, kur ve faiz politikalarını yönetme etkinliği azalıyor.



Tablo 2 Devam

Uluslararası Finansal Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler (2)	
Sermaye Piyasalarının Ticari Bankalar Karşısında Artan Etkinliği ve Payı	<ul style="list-style-type: none"> Sermaye piyasalarında uluslararasılaşma Sınır ötesi menkil kıymet ihracı Menkul kıymet ihracı ile finansmanın banka kredilerinin yerini alması
Kurumsal Yatırımcıların Artan Önemi	<ul style="list-style-type: none"> Uluslararası fonların gelişimi Kurumsal yatırımcıların portföyleri ve yatırım kararları
Yatırım Bankacılığının Ticari Bankacılık Karşısında Artan Avantajları	<ul style="list-style-type: none"> Uluslararası finansal işlemlerin niteliği ve yatırım bankalarına duyulan ihtiyaç Sermaye piyasası katılımcısı yatırım ve ticari bankaların fonksiyonları
Teknolojik İlerlemeler	
Uluslararası Düzenlemelere Denetime İhtiyaç Ortak ve Duyulan	

Kaynak : Fidyak Bülten, 1998, No.2, s. 10

Finansal serbesti kapsamında, piyasalarda kamu müdahaleleri azalmış, finansal aktif, finansal döviz kurları gibi fiyatlar piyasada serbestçe belirlenmiş ve mali kurumların ve bir sonraki aşamada yabancı mali kurumların da piyasaya giriş ve çıkışları serbest bırakılmıştır. Ortaya çıkan deregülasyonlar ile kamu otoritelerinin piyasaya yönelik sınırlama ve müdahaleleri giderek azalmış, bankalar ve mali kurumların finansal piyasalarda daha yüksek riskler almaları gündeme gelmiştir.

Finansal serbesti ile birlikte önce gelişmiş ülkeler daha sonra ise gelişmekte olan ülkeler, kambiyo mevzuatlarında sermaye hareketlerine ilişkin sınırlamaları kaldırmışlardır. Bunu dış ticaret işlemleri ile ilgili sermaye hareketlerinden başlayıp portföy yatırımlarına kadar uzanan bir çeşitlilik içinde ülkelerin finansal piyasalarına sermayenin giriş ve çıkışına izin verilmesi takip etmiştir. Ortaya çıkan serbesti ile uluslararası alanda iki önemli girişim göze çarpmaktadır. Birincisi, finansal kurumların uluslararası finansal piyasalarda işlem yaparken uyacakları ortak normların oluşturulmasıdır. İkincisi ise, uluslararası düzeyde yapılan işlemlerin tek bir otorite tarafından denetlenmesi ve gözetlenmesinin sağlanmasıdır. Böylece meydana gelen finansal krizlerin etkileri tüm dünya geneline yayılmadan ve

ekonomileri tehdit etmeden krizler önlenebilecektir. Uluslararası finansal krizlerin en az yaşanabileceği bir finansal sistemin yatırılması önem kazanmaktadır. Bu sistemin özelliklerinin ise aşağıda belirtildiği şekilde olması öngörülmektedir.³⁷

- Şeffaflık ve bilgi akımının sağlanması
- Bankaların uygun denetim ve gözetiminin sağlanması
- Sermaye piyasalarında ortak düzenlemelerin oluşturulması
- Uluslararası likidite temininin sağlanması
- Uluslararası Kredi Sigorta Kurumu'nun kurulması.

3. SENDİKASYON KREDİLERİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

3.1. ULUSLARARASI PİYASALARDAN SAĞLANAN FİNANSMAN KAYNAKLARI:

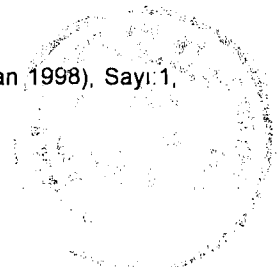
Uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucunda 1980'li yılların ortasından başlayarak borçlanma ve finansman yöntemleri değişiklik göstermeye başlamıştır. Sermaye piyasası araçlarının kullanımı dolayısıyla da uluslararası piyasa içerisindeki payı artmaya başlamıştır. Uluslararası finansal piyasaların görünümü açısından genel profilleri değişmiş, uluslararası tahvil, finansman bonusu ve diğer sabit getirili menkul kıymet araçları sınır ötesi kredilerin yerini almaya başlamış ve hatta bunu uluslararası hisse senedi ihraçları izlemiştir.

Uluslararası sermaye piyasalarının hızlı gelişimi neticesinde sermaye piyasası hizmetleri ve ürünlerini sunan yatırım bankaları da ticari bankalar karşısında rekabet avantajı kazanmışlardır. Uluslararası finansal piyasalarda menkul kıymet ihraçlarına aracılık ile uluslararası yatırımlara aracılık önemli bir işlev haline gelmiştir.³⁸

Uzun vadeli finansman kaynakları, genel kabul görmüş tanımıyla, işletmeler veya ülkeler için genellikle 5 yıldan fazla kullanılan fon kaynaklarını içerir. Uzun vadeli finansman kaynakları, daha önceleri işletmelerin sabit varlıklarının finansmanı için kullanılması bile şu anda işletme sermayesi amacıyla da kullanılmaktadırlar. Uzun vadeli fonlar söz konusu olduğunda akla ilk olarak sermaye piyasası gelmektedir. Uzun vadeli fonlar işletme içi ve işletme dışı kaynaklardan sağlanabilir. İşletme içi kaynaklar, özsermaye ve

³⁷ Ibid.

³⁸ Fidyak Araştırma Grubu, "Uluslararası Finansal Piyasalarda Gelişmeler", *Fidyak Bülten*, (Nisan 1998), Sayı: 1, s.4-5.



otofinansmandır.³⁹ İşletme dışı kaynaklardan sağlanan fonlar ise, ağırlıklı olarak tahvil ihracı ve uzun vadeli banka kredileri ile sağlanan fonlardır. Bu çalışmada dış kaynaklardan bahsedilmesi amaçlanmıştır.

Uluslararası finansal piyasalar "Euromarkets" olarak tanımlanmaktadır. Euromarkets piyasaları 2 başlık altında incelemek mümkündür. Bunlardan ilki "Eurocurrency Market" olarak adlandırılan ve bankalar tarafından organize edilen piyasadır. Kısa vadeli fon alışverişi yapıldığı bu piyasalarda genelde eurocurrency mevduat ve kredi işlemleri gerçekleştirilmektedir. İşlemlerin büyük kısmı Amerikan doları üzerinden yapılmaktadır. Avrupa dışındaki işlemler ise buldukları yere göre çeşitli isimler almaktadırlar.(Asiandollar gibi). İkinci tip Euromarket piyasalar ise "eurobond market" olarak adlandırılmaktadır. Bu piyasa belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılan tahvillerin alınıp satıldığı piyasa olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, ABD, dolar cinsinden bir devlet tahvilini Avrupa'da veya başka bir uluslararası finansal merkezde pazarladığı anda bu tahvil Eurobond olarak adlandırılır.⁴⁰ Eurobond piyasalar genel anlamda orta ve uzun vadeli fon işlemlerini yürütüldüğü piyasalardır. Ucuz, avantajlı ve uzun vadeli uluslararası bir kaynak olması sebebiyle bir çok kuruluş tarafından oldukça fazla tercih edilmektedir.

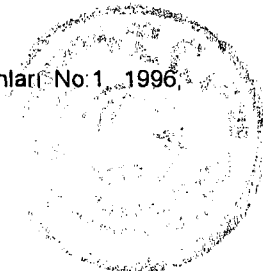
Euro piyasalarda oldukça sık kullanılan belli başlı finansal araçlar burada ele alınacaktır:

3.1.1. Mevduat Sertifikaları:

Mevduat sertifikası bankalar tarafından kısa vadeli olarak (en çok bir yıl) ihraç edilen, yasaya göre menkul kıymet sayılamayan bir değerli evrak türüdür. Uluslararası finansal piyasalarda yaygın olarak kullanılan araçlardandır. Tercih edilme sebeplerinin başında ciro edilebilir olma özellikleri gelmektedir. Hamiline yazılı olan mevduat sertifikaları dolar veya diğer dövizler üzerinden düzenlenebilmekte ve ikincil pazarda yoğun olarak alınıp satılabilmektedir. Özellikle Amerika'da aktif bir ikincil piyasası bulunmaktadır. Bu aracın başka bir özelliği de belirli vadelerde düzenlenmesi(1,3,6 ve12 ay gibi) ve bu vadelerin dışına çıkılmamasıdır. Bununla beraber Türkiye'de ne yazık ki bu araçların henüz ikinci el piyasası oluşmamıştır. Türkiye'deki uygulaması aynen tasarruf mevduatı benzeridir. Ancak vergi oranı değişiklik gösterebilir. Hamiline yazılı sertifika tasarruf mevduatı sayıldığından mevduat sigorta fonunun koruması altında değildir.

³⁹ Ceylan, s.140.

⁴⁰ Sadi Uzunoğlu, *Yeni Finansman Teknikleri*, İstanbul:Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları No:1, 1996, s.119.



3.1.2. Euro Senetler ve Finansman Bonoları:

Euro-note ve Euro Commercial Paper olarak adlandırılan bu finansal varlıklar özel kesimin orta ve uzun vadeli fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla ihraç edilir.⁴¹ Finansman bonoları, şirketlerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla arz ettikleri yasalarca menkul kıymet statüsüne alınmış enstrümanlardır. Finansman bonolarının vadeleri 7 gün ile 365 gün arasında olabilir. İhraçları halka arz veya blok satış yoluyla olabilir. Uluslararası piyasalarda işlem görmelerinde bankaların aracılık faaliyetlerinin büyük rolü vardır.

3.1.3. Menkul kıymetleştirme:

Bir mali kuruluşun bilançosunda yer alan kredilerden doğan alacakların benzer nitelikte olanlarını biraraya toplayarak kendisinin ya da bu amaç için kurulmuş olan bir kurumun (Genel Finans Ortaklığı) vasıtasıyla bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki kredilerin geri ödemeleriyle finanse edilmesidir. Böylece kredi veren kurumun bilançosunda yer alan alacaklar, aktif bir ikincil piyasaya sahip olan menkul kıymetler haline getirilir. Bu yöntemle bilançolarında bulunan riskli aktifleri azaltan kredi kurumları, özkaynak yeterliliği koşullarını daha rahat yerine getirmektedirler. Bunun yanında, krediyi kullananlar ile bu krediyi finanse eden yatırımcıları biraraya getirirken, kendi açtıkları kredilerden faiz geliri yerine hizmet geliri elde etmektedirler. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı daha geniş kapsamlı bir menkul kıymetleştirme türüdür. Türkiye'de menkul kıymetleştirme VDMK ihracı şeklinde gelişmiştir.

Uluslararası piyasalara baktığımızda menkul kıymetleştirme en sık kullanılan finansman araçlarından biridir. Orijini Amerika'dır. Amerika haricindeki ülkelerde menkul kıymetleştirmenin gelişimi ve büyümesi bir kaç sene önceki beklentilerden çok daha yavaş ve tahminlerin dışında olmuştur. Her ne kadar menkul kıymetleştirme gelecekte hem var olan piyasaların büyümesi hem de yeni piyasaların gelişmesi çoğu durumlarda umut verici görünse de, önümüzdeki bir kaç sene içinde ilerlemesi düzensiz olacak gibi görünmektedir.

Yurtdışında menkul kıymetleştirme türleri, öncelikle ihracın varlıkların satışı ya da teminatı olarak düzenlenmesine, ödemelerin de bu varlıkların nakit akışlarını menkul kıymetin yatırımcılarına yansıtma şekline göre üç ana başlık altında incelenmiştir. Bunlar sırasıyla;

⁴¹ Ibid. s121-123.



gelir aktarmalı senetler (Passthrough certificates-obligations), nakit aktarmalı senetler (Paythrough certificates-obligations), ipotekle desteklenmiş tahvillerdir (Collateralized Mortgage Obligations-CMO).⁴²

Menkulkiymetleştirmenin ana nedenleri; bilanço idaresi, fonlamanın çeşitlendirilmesi ve daha ucuz fonlama, halen pek çok ülkedeki potansiyel ihraççılar ve daha geniş yelpazeli varlık türü için geçerlidir. Fakat bir çok ülkede, varlığa dayalı yapının kurulması ya da daha sonraki aşamalarında önemli engeller mevcuttur. Bu engeller yatırımcı, ihraççı ve hukuki olmak üzere üç temel düzeyde meydana gelir.⁴³ Menkulkiymetleştirme işlemlerinde güvenilir bir yatırımcı temeli oluşturmak gerekir.

3.1.4. Tahvil İhracı:

Tahviller, kamu kuruluşlarının veya anonim şirketlerin halka borçlanmak yoluyla topladıkları fonlar karşılığında seri halde çıkarttıkları eşit değer ve aynı ibareli, yasalarca belirtilmiş koşullara uygun olarak düzenlenmiş olan borç senetleridir. Yurtdışında uzun vadeli olarak kabul edilen bu enstrüman maalesef Türkiye'deki ekonomik koşullar ve enflasyonist ortam nedeniyle genelde orta vadeli olarak hareket etmektedir.

Taşıdıkları özellikler nedeniyle birbirlerinden ayrılan çeşitli türde tahviller vardır. Bunları; düz tahvil, teminatlı tahvil, garantili tahvil, değişken faizli tahvil, endeksli tahvil, kuponuz tahvil, geri çağırılabilir tahvil, primli başabaş tahvil, kara iştirakli tahvil, hisse senediyle değiştirilebilir tahvil şeklinde sıralamak mümkündür.

Uluslararası piyasalar açısından dikkate aldığımızda tahviller "yabancı" ve "eurobond" olmak üzere ikiye ayrılır. Yabancı tahvil, tek bir ülkenin finans piyasasına sunulur ve ülkenin para birimi üzerinden düzenlenir. Söz konusu ülkenin borsasına kote edilen yabancı tahvile yine o ülkede bir aracı kurum underwriting (satış garantisi) verir. Eurobonds ise aynı anda bir çok finansal merkezde geniş yatırımcı kitlesine sunulur. Bu tahviller; sabit faiz, değişken dalgalı faiz, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil özelliği ile bir çok para birimi üzerinden ihraç edilir.⁴⁴

⁴² Nihat Karadağ, *Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı*, Ankara: SPK Yayınları, No:4, 1997, ss.33-38.

⁴³ Credit Comments, *Standard & Poor's Creditweek*, March 29, 1993, s.5.

⁴⁴ Uzunoğlu, s.120.



3.2. SENDİKASYON KREDİLERİ

3.2.1. Sendikasyon Kredisi Tanımı

Bir grup finansal kuruluşun ortak şartlarla bir tek borçluya finansman sağlamasına sendikasyon kredisi adı verilmektedir. Sendikasyon kredileri geleneksel olarak bir referans ya da endeks faiz oranı üzerine konulan bir ek faiz (spread) ile fiyatlandırılırlar. Vade genelde 1 yıl ve üzeridir ve minimum meblağ 10 milyon Amerikan doları civarındadır.⁴⁵

3.2.2. Temel Finansman Kaynaklarından Biri Olma Nedenleri

Genel olarak incelendiğinde uluslararası kredi işlemlerinin en temel finansman kaynaklarından biri olmasını temelinde 3 ana neden yatmaktadır diyebiliriz. Bunlardan birincisi sendikasyon kredileri uluslararası sermaye piyasalarının dinamolarından biri olarak yerini her zaman için korumuştur. İkinci olarak uluslararası banka borçlanmaları, devlet kuruluşlarının özelleştirilmesi ve sermaye piyasalarının liberalizasyonunda piyasalara gelecekte büyük katkı sağlayacağı düşünülen ve bunun yanısıra özellikle 1990'lı yıllarda piyasaya girişleri uluslararası sermaye piyasaları açısından büyük önem taşıyan özel sektörden borçlanıcılar için büyük önem taşımaktadır. Uluslararası piyasalarda tahvil ihraç etme ve kredi yoluyla borçlanma arasındaki önemli farklılıklardan biri ülkelerin ve hükümetlerin borçlanırken bono piyasasını, özel sektörden borçlananların ise daha çok uluslararası banka ve sendikasyon kredilerini tercih etmeleridir. Bunun en önemli sebeplerinden biri uluslararası bir bono ve tahvil ihracı için gereken ve bunun yanısıra uluslararası piyasalarda aktif olarak yer alan bankalarla uzun süreli ilişkilerin gereklerinden olan detaylı bir analiz, bilgi sağlama ve borçlanıcı hakkında geniş bir veri tabanı oluşturma işleminin özel sektör borçlanıcıları için her zaman tam anlamıyla ve istenilen düzeyde sağlanamamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum aynı zamanda gelişmekte olan ülke tahvil ihraçlarında analizlerin yanıltıcı olmasına ve spreadlerin (risk primlerinin) istenilen düzeyde olamamasına neden olmaktadır. Uluslararası kredilerin en temel finansman kaynaklarından biri olmasının üçüncü nedeni ise 1990'lı yılların sonlarına damgasını vuran Asya Krizi'nin sonucunda uluslararası kredi verme işlemlerinin almış olduğu yaklaşımdır denebilir.⁴⁶

⁴⁵ Öktem Kalaycıoğlu, "Sendikasyon Kredileri", *Active Bankacılık ve Finans Makaleleri No:5*, İstanbul:Alkım Ltd., 2001, s.25.

⁴⁶ Barry Eichengreen and Ashoka Mody, "Lending Booms, Reserves and The Sustainability of Short Term Debt: Inferences From the Pricing of Syndicated Bank Loans", May 1999, <http://www.nber.org/papers/w7113>, (21 Ocak 2001), s.2.

3.2.3. Sendikasyon Kredisi Piyasasının Geçmişten Günümüze Gelişimi

İlk konsorsiyum kredileri Ortaçağ'da ortaya çıkmıştır. 19. Yüzyıl ve 20. Yüzyılın başlarında da Londra'daki tacir bankalar sendikasyon kredilerini müşterilerinin büyük kredi talepleri için kullanmaya başlamışlardır.

Sendikasyon, 2. Dünya Savaşı'nın ardından, daha gelişmiş ve modernize olmuştur. Bu oluşumda da öncelikle Amerika Birleşik Devletleri'ndeki uygulamalar başı çekmiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde tacir bankaların kurumsal müşterilerine karşı orta vadeli taahhütler altına girmesi ve daha sonra da Avrupa'da benzer şekilde vadenin uzamasını takiben sendikasyon kredileri gelişim göstermiş ve finansal piyasalarda oldukça yoğun şekilde kullanılabilir hale gelmiştir. Sendikasyon kredileri o dönemde finansal piyasalarda büyük bir yenilik olarak görülmüştü. Çünkü bankalar o dönemde orta vadeli taahhütlerini çok seyrek olarak 1 yılın üzerine çıkarırlardı.

2. Dünya Savaşı sonrasında ABD'de sendikasyon teşvikinde önemli etkenlerden biri de, vergi uygulamalarında şirketlerin sabit yatırımları ile ilgili olarak hızlandırılmış amortismanın kabul edilmesidir. Böylece şirketler, ülkedeki yüksek büyüme oranlarına uyması amacıyla hızlandırılmış olan sabit yatırım programına girişmişler. Ancak, bu yatırımlar için gerekli orta ve uzun vadeli finansman gereksinimi sık sık bir kredi verenin normalde sağlayabileceği tutarın üzerine çıktığı için, birkaç banka bu tutarı ortak bir kredi dökümantasyonu ve bir ajan kullanarak kendi aralarında bölüşmeye başladılar.⁴⁷

İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden dönemde uluslararası banka kredileri yeni bir kavram olmamakla birlikte, bankaların tahvil ve bono ihraçlarına aracılık etme, ticari kredi verme ve bankalararası mevduat işlemleri ile ilgili olarak rolleri oldukça sınırlıydı. Bu 1970'li yıllar ile birlikte değişmiştir. Çünkü devreye gelişmekte olan ülkelere daha uzun vadeler, değişken faizler ve belirli zorunluluklar taşıyan sendikasyon kredilerinin verilmesi girmiştir. Bu amaçla hizmetin kalitesinin artırılması ve uygun rekabet koşullarının sağlanabilmesi amacıyla daha önceden ücretsiz verilen bankacılık hizmetlerinde değişiklik yapılmış ve sendikasyon kredisine ilişkin verilen hizmet için komisyon alınmaya başlanmıştır. 1970'li yıllarla birlikte de piyasa olgunluk kazanmaya başlamış ve şu andaki mevcut uygulamalar o dönemde şekillenmeye başlamıştır. Sendikasyon kredileri 1972 yılında 50 milyar USD'den daha

⁴⁷ İker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 6. b., Bursa: Ezgi Kitabevi, 1997 Ekim, s.605.

düşük olduğu seviyeden, 1982 yılında Meksika'nın borç moratoryumu ile birlikte gelişmekte olan ülkelere verilen kredilerin durdurulmasına kadar geçen sürede 300 milyar USD'dan daha fazla bir tutara erişti.⁴⁸

Sendikasyon kredileri 1980'li yıllarda Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin popülerlik kazanmasıyla birlikte geri planda kalmış ve yerine menkul kıymet ihraç ürünlerine bırakmıştır. Ancak 1990'lı yıllara gelindiğinde sendikasyon kredileri piyasası tekrar önem kazanmaya başlamış ve bir talep artışıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu piyasanın tekrar canlanmasına ön ayak olan ülkeler ise ABD, İsviçre ve Japon bankaları olmuştur.⁴⁹ Bu bankaların işlemlerine bakıldığında faiz oranı yerine daha çok düzenlemelerden elde ettikleri komisyonlar ve kredilerin eğer varsa ikinci el piyasada işlem görmesinden dolayı kar ettikleri söylenebilir.

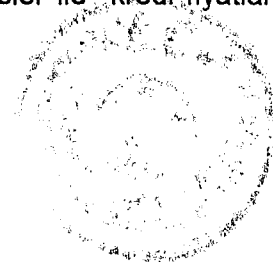
1990'lı yıllarda sendikasyon kredileri öylesine artış göstermiştir ki, borçlular çok uygun koşullarla borçlanabilmişler, yapılan pazarlıklar ile borçlanma koşullarını kendileri belirleyebilmişlerdir. Yani müşteri odaklı bir piyasa karşımıza çıkmaktadır. Ancak daha sonradan gelişmekte olan piyasalarda yaşanan krizler, kredilerin geri ödenememe gibi bir durumunu ve dolayısıyla yüksek miktarda batık kredileri ortaya çıkartmış ve bu da piyasada bir likidite sıkışıklığına yol açmıştır. Bankalar sermaye yeterliliklerine daha dikkat eder hale gelmişlerdir. Meydana gelen likidite sıkışıklığı nedeniyle faiz ve komisyonlarda artış meydana gelmiş, bankalar kredi vermeye pek gönüllü olmadıklarından sendikasyona katılan katılımcı banka sayısında düşme meydana gelmiş böylece sendikasyon kredisi düzenleyicilerinin sendikasyon kredisi içerisindeki payı artmıştır.

Günümüzde borçlu-kreditör ilişkisi tekrar yapılanmaktadır. İkinci el piyasa daha aktif hale gelmekte sendikasyon kredisi düzenleyici grubu daha genişlemektedir. Teknolojinin de etkisiyle uluslararası sendikasyon kredisi piyasalarında en son yeniliklerle işlemler sürdürülmekte ancak operasyonel anlamda işleme ilişkin tutucu yaklaşım devam ettirilmektedir.

Son yıllarda sendikasyon kredisi piyasasında göze çarpan gelişmeler meydana gelmiştir. 1990'lı yılların ikinci yarısında yaşanan finansal krizlerden alınan dersler ile kredi fiyatları

⁴⁸ Eichengreen and Mody, s.5.

⁴⁹ Kalaycıoğlu, s.25.



yükseltilmiş, vadeler biraz kısaltılmış ve kredi kullanım şartları borçlular açısından biraz daha zorlaştırılmıştır. Piyasada şu anda birçok kredi vermek isteyen kuruluş olmakla birlikte piyasanın sürekli hız değiştirdiğini de söylemek bu anlamda mümkün olacaktır.

Son yıllarda sendikasyon kredisi piyasasında meydana gelen önemli olaylardan biri de Asya krizini takiben Japon bankalarının piyasadan çıkmış olmalarıdır. Bu da piyasadaki aşığı yukarı %20 oranında bir likidite çıkışı anlamına gelmiştir. Küresel anlamda piyasadaki belirsizliğe böylece bir anlamda likidite sıkışıklığı da eklenmiştir denebilir. Bununla beraber derivativ ürünler ve yüksek getirili bono gibi çeşitli piyasalara talebin azalmasıyla, sendikasyon kredisi piyasasına talep ciddi anlamda artmıştır.⁵⁰

3.2.4. Belli Başlı Sendikasyon Kredisi Piyasaları

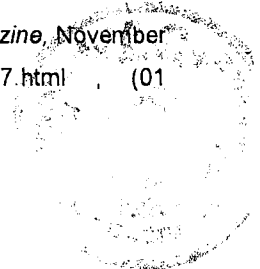
Sendikasyon kredileri bir ülke içinde yapılabileceği gibi, uluslararası alanda da yapılabilir. Mali alanda sınırların hemen hemen kalktığı günümüzde, sendikasyonlar daha çok uluslararası bir nitelik almıştır. Uluslararası sendikasyonlar New York, Londra gibi belli başlı sermaye piyasalarında yerleşik finansal kuruluşlarca düzenlenir. Sendikasyonlu krediler çoğunlukla çokuluslu şirketlerin (Ör: Bull, Hanson, BSN gibi); benzer proje finansörlerinin (ör: Eurotunnel, Eurodisney gibi) ve borç alan devletlerin yararına düzenlenir.

Tüm dünyada, büyük ve gelişmiş ekonomisiyle Amerika en büyük sendikasyon kredisi piyasası olarak kabul edilir. Amerika'nın bir avantajı da, doların uluslararası finans piyasalarında tercih edilen bir para birimi olması da ABD'nin avantajıdır. Avrupa bazında en büyük ise, uluslararası etkilere en açık piyasa olan İngiltere'dir. Daha sonra İspanya, İtalya ve Fransa gelir. Bunun nedeni, sendikasyon kredilerinin devlete ait firmaların, ekonominin önemli bir bölümünü oluşturmasıdır.

Sendikasyon kredisi sağlamaları açısından önde gelen bankalar arasında, Citicorp, Bank of America, JP Morgan, Chemical Bank, Credit Suisse, ABN Amro, Societe Generale, Credit Lyonnais, Nations Bank, Fuji Bank, Bank of Tokyo, Sumitomo Bank, Mitsubishi Bank, CommerzBank ve Deutsche Bank sayılabilir.⁵¹

⁵⁰ Michael Peterson, "Syndicated Lending The Relationship Starts to Change", *Euromoney Magazine*, November 1998, <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.98/em.98.11/em.98.11.7.html> (01 Şubat 2001), ss.1-2.

⁵¹ Kalaycıoğlu, s.29.



Sendikasyon kredisi piyasası içinde yer alan bankalar bu piyasayı oldukça güvenilir, sağlam bulmakta ve bu piyasada yer almayı uzun vadeli düşünmektedirler. JP Morgan, ABN Amro, Citibank, Deutsche Morgan GrenFell, Goldman Sachs, Merrill Lynch gibi piyasada aktif olan ve önde gelen kreditorler arasında yer alan kuruluşlar amaçlarının piyasadan olabilecek en büyük payı kapmak olmadığını ancak oldukça iyi ve dikkat çekici şartlar içeren, büyük fakat kaliteli işlemlerde yer almak istediklerini belirtmektedirler. Buna bağlı olarak aktif kreditorler bu piyasanın da daha agresif hareket edebilmesi ve güçlenebilmesi için Londra'da Loan Market Association (LMA) (Kredi Piyasası Birliği) adında bir birlik kurmuşlardır. Birliğin de yardımıyla piyasa da müşteriye sunulan ürün yelpazesinin de genişlemesi anlamında yapılması düşünülen yenilikler bulunmaktadır. bankalar arası kredi transfer edilebilmesi, bankaların ve ticari anlamda borç veren kuruluşlar arasındaki fiyatlama farklılıklarına ilişkin çalışmalar gündemdedir.⁵²

3.2.5. Sendikasyon Kredisinde Katılımcılar ve Görevleri

Diğer kredilerde olduğu gibi bir sendikasyon kredisinde de temel olarak borçlu ve kredi veren diye iki taraf bulunur. Ancak, tek bir kredi veren yerine bu krediyi sağlamak üzere bir araya gelmiş birden fazla kreditor vardır. Kreditorlerin bu grup içerisinde katılım paylarına göre değişik fonksiyonları olabilir.

Temelde kreditorleri iki bölüme ayırmak mümkündür: bunlardan birincisi düzenleyici bankalar (arranging banks) diğeri ise kaynak sağlayan bankalardır (providing banks). Katılımcı banka terimi ise her iki gruptaki bankalar için kullanılabilir. Düzenleyici bankalar kaynak temin eden bankalara nazaran hem kredi sürecinin yürütülmesinde hem de kredi verildikten sonraki aşamalarda daha fazla görev üstlendikleri için daha fazla önem arz etmektedirler.

Sendikasyona katılan bankalar ileride borçlu ile olabilecek ilişkilerini ve bunun arkasından borçlu ile farklı alanlarda çalışmayı sağlayacak işlemlerin önemi üzerinde dururlar. Eğer katılımcı bankaların borçluya ilişkin olarak gelecekte herhangi bir çalışma planları yoksa sendikasyona katılım için çok istekli olmamaktadırlar.

Sendikasyon kredisini sağlayan gruba ilişkin genel kabul görmüş tanımlamalar ise aşağıda

⁵² Nigel Pavey, "Syndicated Loans : The Banks Learn How to Say No", *Euromoney Magazine*: July 1997. <http://www.euromoney.com/index5.html?/index4.html?/search/header.html?words=SYNDICATED+LOAN&/contents/publications/euromoney/em.97/em.97.07/em.97.07.8.html>, (20 Aralık 2000), ss.4-5.

belirtmiştir: Taşıdığı sorumluluk ve görev tanımıyla bir anlamda sendikasyon kredisi sürecini anlatması özelliğiyle Lider Yönetici'ye daha uzun yer verilmiştir

3.2.5.1. Lider Yönetici/Düzenleyici (Lead Managers/Arrangers):

Sorumluluğun çoğu lider banka üzerindedir. Sendikasyonu gerçekleştirebilmek için borçlu ile görüşerek yetki alır. Lider banka bir yandan görüşmelerine devam ederken bir yandan da krediye ilişkin olarak bilgi kitapçığının hazırlanması, bankaların sendikasyona davet edilmesi, imza töreninin hazırlıkları, kredinin gerçekleştirildiğinin ilanı gibi dokümanların taslaklarını hazırlar. Sendikasyonun tamamlanmasından önce katılımcılar, lider bankaya, taslağa ilişkin yorum ve tavsiyelerde bulunabilirler. Bununla beraber sendikasyon katılımcıları genel olarak borçluyuyla yapılan görüşmelere katılmazlar.⁵³

ABD'de yapılan sendikasyonlarda lider bankaya aynı zamanda ajan banka adı da verilmektedir. Avrupa sendikasyonlarında ise ajan banka krediyi veren bankalar ile borçlu arasında bilgi alışverişini sağlayan aracı bir bankadır ve agency fee adı verilen bir ücret alır⁵⁴

Lider bankanın görevi bu aşamada hem borçlunun hem de sendikasyon üyelerinin belli noktalarda çelişebilen amaç, istek ve taleplerini mümkün olduğunca ortak bir noktada karşılayabilmek ve cevaplayabilmektir. Bunu yanısıra lider banka gerektiğinde faiz ödemelerine ilişkin hesaplamaları yapar, kredi belgelerine ilişkin değişiklik ve iptalleri yürütür, ve garantili bir kredi söz konusu olduğunda rehin olarak alınan tüm teminatları sendikasyon üyeleri adına saklar. Tüm bu hizmetler karşılığında lider banka bir ücret talep eder. Bu ücrette krediye ilişkin faiz oranının %0.1-0.4'lük kısmını oluşturur. Bazı işlemlerde ajanın görevi bir çok banka veya kredi kuruluşu arasında paylaşılır. Lider banka (Lead Bank), krediye ilişkin görüşmeleri yürütür, dökümantasyondan sorumlu olur, sendikasyonu oluşturan bankaları bir araya getirir ve kredinin kullanılmasını sağlar, Yönetici ajan (Administrative Agent) kredinin kullandırılmasından hemen önceki düzenlemeleri yürütür, Teminat Ajanı (Collateral Agent), kredinin arkasında yer alan teminata ilişkin izleme ve yönetme işlemlerini yürütür. Bu durumda hizmet ücreti tüm ajanlar arasında paylaşılır.⁵⁵

⁵³ Parasız, s.609.

⁵⁴ Faruk Yalvaç, *Bankacılık Terimleri Sözlüğü*,3.b., Ankara: Ekonomik Araştırma Merkezi Yayınları,5, 1996, s.504.

⁵⁵ Steven A. Dennis and Donald J. Mullineaux, "Syndicated Loans" *SSRN Working Papers*, March 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?cfid=461144&cftoken=97280740&abstract_id=152689,(01 Şubat 2001), s.9.

3.2.5.2. Yükleniciler (Underwriters):

Bunlar genellikle düzenleyici/ önder banka ile birlikte bir grup bankadan oluşur. Sendikasyon kredisinin oluşumunda lidere yardım ederler. Diğer yöneticilere ve katılımcılara satmak üzere kredinin tamamını veya bir kısmını taahhüt ederler. Böylece ya az miktarda borç vermiş ya da hiç vermemiş olurlar.

3.2.5.3. Yöneticiler (Managers):

En yüksek katılım miktarına sahiptirler. Bu kategoriye dahil olabilmek için bankaların sağlayacağı minimum katılım payı (miktarı) belirlenir.

3.2.5.4. Yardımcı Yöneticiler (Co-Managers):

Katılım miktarları yöneticilerinkinden daha azdır.

3.2.5.5. Katılımcılar (Participants):

Krediyi underwrite eden bankalar taahhütlerini bu gruptaki bankalara satarlar. Katılımcıların katılım payları oldukça düşüktür.

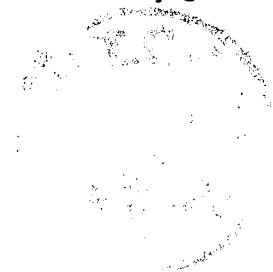
3.2.5.6. Ajan Banka (Agent):

Genellikle önder banka bu görevi yerine getirir. Ajanın görevi kredi anlaşması imzalandıktan sonra başlar. Ayrıca kredinin işleyişini kolaylaştırmak için kredinin türüne göre ihraç ve ödeme ajanı (issuing and paying agent) akreditif bankası, garantör banka gibi taraflarda olabilir.⁵⁶

3.2.6. Sendikasyon Kredisinin Temel Özellikleri

Sendikasyon kredisi talebini etkileyen faktörleri ekonomik koşullar, borç refinansmanı ihtiyacı, para talebi, döviz kuru dalgalanmaları ve farklı bir finansman çeşidinin tercihi olarak sayabiliriz. Öte yandan, sendikasyon kredilerinin arzı da bankaların durumu ve bunun borçlanma üzerindeki etkileri, kapitalizasyon oranları, bankaların belli başlı alıcılarla olan ilişkileri, risk faktörleri ve bankalararası rekabet koşullarına göre şekillenir. Bu faktörlerin birleşimi sonucunda sendikasyon anlaşmaları fiyatlandırılır, para kaynağı sağlanır ve borçlanma imkanları belirlenir. Sendikasyon kredisinin belli başlı özellikleri aşağıda belirtilmiştir:

⁵⁶ Parasız, ss.609-610.



3.2.6.1. Kredinin Büyüklüğü:

Sendikasyon, borç vermekten doğan riskin dağıtıldığı bir tekniktir. Bu nedenle tek bir bankanın kendi portföyüne rahatça alabileceği kadar küçük miktarda kredileri için uygun değildir. Eğer borçlu, bankadan kredi limitini aşan miktarda kredi talebinde bulunuyorsa ve bankanın kaybetmek istemediği bir müşterisi ise, banka bu krediye katılmaları için başka kredi veren kuruluşlar arar. Az sayıda banka bu krediyi sağlayabiliyorsa bu bir kulüp kredisi (Club Deal) olur. Bir kulüp kredisinde kredi verenler genellikle benzer miktarlarla krediye katılırlar. Çok sayıda bankanın katıldığı bir sendikasyon kredisinde ise katılımcı bankaların birbirinden farklı miktarlarla krediye katılması daha olasıdır ve katılım miktarlarının farkı, bankaların sendikasyondaki statülerinden anlaşılabilir. Örneğin "lider banka", "yatırımcı yönetici", katılımcı gibi isimler bu statüyü belirtir.

3.2.6.2. Vade:

Sendikasyon kredileri genellikle orta ve uzun vadeli olurlar. Ancak kısa vadeli olmamaları içinde hiç bir neden yoktur. Sendikasyon tekniğinin kısa vadeli krediler için uygulanmasındaki sınırlama, sendikasyon kredisinin düzenlenmesinin zorluğu ve karmaşık bir süreç oluşudur. Kısa vadeli bir kredi için borçlu bu uğraşları karşılayacak maliyeti kabul etmeyebilir.

3.2.6.3. Değişken Faiz:

Fiyatlandırmanın temel unsurlarından olan faiz, değişken ve sabit olmak üzere iki gruba ayrılır. Sendikasyon kredileri sabit faizden çok değişken faizle fiyatlandırılırlar. Borçlu tarafından ödenen faiz Baz Faiz+Spread olarak ödenmektedir. Şu anda piyasalardaki uluslararasılaşmayı ve entegrasyonu dikkate aldığımızda baz faiz olarak Libor yerine Euribor 'un da etkin bir şekilde kullanılmaya başlandığını görüyoruz. Burada spread risk primi anlamına gelmektedir. Değişken faiz sabit faize kıyasla daha fazla tercih edilmektedir. Çünkü değişen piyasa koşullarına uygun faizler yakalanmakta bu durum yeri geldiğinde sendikasyona katılan bankaların yeri geldiğinde ise borçlunun lehine sonuçlar doğurabilmektedir. Çünkü baz faiz olan Libor, Fibor, Euribor vb. değişmekte, yani düşebilmekte veya yükselbilmektedir. Buna bağlı olarak faiz oranında değişiklikler olabilmektedir. Bu tür kredilere sabit faiz de uygulanabilir, ancak bankalar orta ve uzun vadede kullandıkları fonun kendilerine maliyetinin artabileceğini gözönünde bulundurarak, sabit faiz riskini üzerlerine almak istemezler. Bunun yanısıra değişken faizin tercih edilmesiyle birlikte potansiyel olarak kredide söz konusu olabilecek bir çok masraf komisyon

vb. yerine göre göz ardı edilebilmektedir. Bu da borçlu açısından maliyeti düşürücü bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kredinin vadesi boyunca spread sabit kalırken Libor hareketli bir seyir izlemekte ve buna bağlı olarak da ödenen faiz değişiklik gösterebilmektedir. Her ara faiz döneminde ödenen faizin Libor'u bir önceki ara faiz ödemesi tarihinde belirlenerek sabitlenebilir. Örneğin 5 yıllık 6 ayda bir faiz ödemeli Libor+ %1.5 ile bir sendikasyon kredisi kullanıldığını düşünelim. Bu durumda kredinin ilk kullanıldığı tarihte ki Libor 6 ay sonra yapılacak olan faiz ödemesinin Liboru anlamına gelir. Diyelim ki o tarihte libor %4 olsun bu durumda 1. Faiz ödemesi Libor+Spread = %5.5 üzerinden yapılacaktır. İlk faiz ödemesinin yapılacağı tarihe geldiğinde de ikinci faiz ödemesinin Libor'u belirlenir. Diyelim ki o tarihte de Libor %5 olsun bu durumda 1. Faiz ödemesinden 6 ay sonra 2.Faiz ödemesinde Libor+Spread=%6.5 üzerinden faiz ödenecektir.

3.2.6.4. Ortak Faiz Oranı:

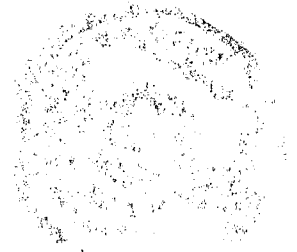
Sendikasyon kredilerini birebir kredilerden ayıran özelliklerden biri, borçlunun kredi verenlere aynı faiz oranı üzerinden borçlanmasıdır. Ancak kredi birden fazla dilimden oluşuyorsa, her dilimin diğerinden farklı bir faiz oranı olabilir, ama yine de bir dilime katılmış bankalar aynı faiz oranına tabi olurlar. Oysa borçlu bu bankalarla ayrı ayrı anlaşmalar imzalamış olsaydı, büyük bir olasılıkla her birinden farklı faiz oranlarıyla borçlanacaktı.

3.2.6.5. Sorumlulukların Ayrılığı:

Krediye katılan kreditorlerin her birinin sorumluluğu diğerinden ayrıdır; yani her bir kreditor kendi taahhüdünü yerine getirmekten sorumludur ve diğerlerinin taahhüdü ile yükümlü değildir.

3.2.6.6. Dökümantasyon:

Ortak kredi dökümantasyonu, kredi verenlerin borçluya verdikleri kredinin bütün hüküm ve koşullarını içermesi nedeniyle sendikasyon kredilerinin esas özelliklerinden biridir. Ortak bir dökümantasyon olmasaydı, kredi her bir bankadan kullanılan dilim için ayrı ayrı düzenlenmiş bir seri kredi anlaşmalarından oluşurdu. Dökümantasyon, kredinin vadesi boyunca, işleyiş, hüküm ve şartlar, ödenmeme vb. durumunda nasıl bir işlem yapılması gerektiğini açıklaması bakımından da önemlidir.



3.2.6.7. Açıklık:

Sendikasyon kredileri hacimlerinin büyüklüğü ve krediye katılan bankaların çokluğu ve dağılımı nedeniyle borçlunun faaliyetlerini yürütmesini sağlayan fonun önemli bir kısmını oluşturur. Bunun sonucu olarak çoğu borçlu kredinin piyasada bilinmesinden faydalanmak ister. Bir borçlu lehine özellikle iyi tanınan bankalardan oluşan bir konsorsiyum tarafından büyük miktarda bir sendikasyon kredisinin düzenlenmiş olması, borçlunun itibarını artırır.⁵⁷

3.3. SENDİKASYON KREDİSİ KULLANDIRIM SÜRECİ

3.3.1. Teklifin Nedenleri

Sendikasyon kredisinin ilk aşamasında bir teklif söz konusudur. Konuya ilk olarak bu noktadan bakılırsa sendikasyon kredisi tekliflerinin nedenlerine bir göz atmak faydalı olacaktır.

- Müşterisinin projelerini ve kaynak ihtiyacını bilen bankalar, müşterilerine kendileri bir teklif götürürler.
- Kaynak ihtiyacı içinde bulunan müşteri kendisi bir banka veya bankalardan sendikasyon kredisine ilişkin teklif ister. Gelen teklifler arasından kendi finansal durumunu da dikkate alarak uygun olanını seçer.
- Bir banka veya mali kurum piyasada mevcut bir fon fazlası bulunuyorsa bunu değerlendirmek ve fon fazlası olan kesimlerden fon ihtiyacı içinde olanlara bir kaynak transferi sağlayabilmek amacıyla borçlu olmak isteyebilecek kurumlarla bağlantıya geçer.⁵⁸

3.3.2. Teklif Türleri

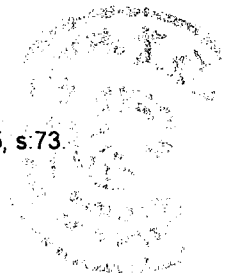
Sendikasyon kredisine ilişkin genel kabul görmüş teklif çeşitleri üç tane olup aşağıda belirtilmiştir. Her bir kredi teklifinin ortak olarak içermesi gereken koşul ise herhangi bir yanlış anlamaya veya yorumlamaya imkan vermeyecek şekilde yeteri derecede detaylı ve açık seçik olmasıdır.

3.3.2.1. Endikatif Teklif:

Bu tarz teklifler tam anlamıyla bir teklif niteliğinde değildir. Çünkü teklifte bulunan hüküm ve koşulların kesin bildirimler içermesi ve aynen uygulanması diye bir şey söz konusu değildir.

⁵⁷ Ibid,s.606.

⁵⁸ Sudi Apak, *Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler*, 2.b., İstanbul:Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s:73.



Diğer bir deyişle, teklifi veren bankayı teklifteki hüküm ve koşulları açısından herhangi bir taahhüt altına sokmamaktadır. Krediyeye ilişkin genel koşullar; fiyat, miktar, vade, geri ödeme vb. belirtilmektedir. Piyasa hakkında borçluya genel fikir vermesi amaçlanmaktadır. Banka isterse sendikasyonda bulunmayacağını ancak bunu sadece borçlunun bir fikre sahip olması için gönderdiğini belirtebilir.

3.3.2.2. Best Effort Teklif (En İyi Gayret Aracılığı Teklifi):

Borçlunun ihtiyacı olan fonun uygun şartlarla sağlanması için teklifi veren bankanın elinden gelen tüm gayreti göstereceğine dair verilen bir tekliftir. Endikatif teklifin tersine, işlemin piyasadan belirtilen koşullarla yapılacağına dair hüküm ve şartlar içerir. Teklif veren banka borçlu adına piyasaya çıkacağını bu amaçla yeterli bilgi, tecrübe ve hazırlığı sahip olduğunu belirtir. Krediyi bulacağına dair elinden gelen tüm gayreti göstereceğini belirtse bile kesin bir "garanti" vermez. Eğer piyasadan yeterli bir katılım elde edemezse, işlemi yapamayacağını belirtir. Tam anlamıyla bir garanti içermemesi nedeniyle kredinin bulunacağına dair taahhüt içeren yüklenimlere nazaran daha az maliyetlidir.

3.3.2.3. Underwriting (Yüklenim) Teklifi:

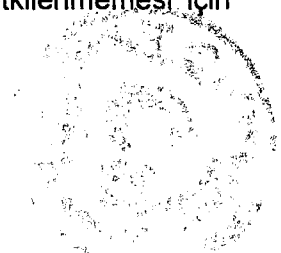
İhtiyaç duyulan belirli miktardaki fonun, belirli hüküm ve koşullarla kesinlikle bulunacağına dair taahhüt içerir. Tamamıyla taahhüt edilen kredilerde underwriting komisyonu söz konusu olduğundan borçlu için maliyet artmaktadır. Çünkü banka bu fonu bulamazsa bile borçluya temin edeceğini taahhüt eder. Böylece fonun her koşulda sağlanacak olması kesinlik kazanır. Ancak yapılan anlaşmalara göre banka ihtiyaç duyulan fonun tümünün değil ama bir kısmının (partly underwriting) her koşulda sağlanacağını da taahhüt edebilir.⁵⁹

3.3.2.4. Tekliflerde Dikkat Edilecek Hususlar

Teklif verilirken dikkat edilmesi gereken kabul görmüş noktalar şu şekilde belirtilebilir.

- Teklifin Geçerlilik Süresi: Piyasa koşullarının sürekli değiştiği göz önünde bulundurulursa verilen tekliflerin bir geçerlik süresinin bulunduğunu söylemek mümkündür. Çünkü risk taşımaktadır. Süre 1 ay ve civarı olabilmektedir.
- Piyasadaki Olumsuz Değişiklikler: Piyasada meydana gelebilecek olumsuz değişiklikler durumunda banka kendisini riske etmemek için teklife kredi koşullarını değiştirebileceğine dair madde koyabilir. Ancak benzer şekilde ortaya çıkan bu olumsuz durumdan borçlunun da olumsuz şekilde etkilenmemesi için

⁵⁹ Parasız, s.608.



gerekli düzenlemeler anlaşma içeriğinde yapılabilmesi ve orta bir yol bulunabilmelidir.

- Borçlunun Piyasaya Çıkmaması: Borçlu, tercihini yapıp teklif veren bankaya kendi adına piyasaya çıkma yetkisi verdikten sonra benzer başka bir kredi için piyasaya çıkmamalıdır.⁶⁰

Ülkeye veya finansal koşullara göre borçluya verilen teklifler değişiklik gösterir. Verilen teklifler üzerinde pazarlık edilebilir ve değişiklikler yapılabilir. Sendikasyon fiyatlandırmasında dikkate alınacak ilk akla gelen konular, piyasanın o andaki durumu, risk faktörü ve sendikasyonun miktarıdır. Bu aşamada dikkate alınacak detayları şöyle sıralayabiliriz:

Bankanın alabileceği risk, bankanın diğer iş kolları ve firmalarla olan ilişkileri, sektörün ve borçlunun ekonomik ve finansal durumunun incelenmesi, piyasadaki mevcut anlaşma ve borçlanma fiyatlandırmalarının analizi.⁶¹ Tüm bu faktörlerin etki ve sonuçlarını değerlendirebilmek ve buna bağlı olarak bir fiyat sınırı belirlemek, piyasa deneyiminin yanısıra öngörü ve analiz yeteneğini gerektirmektedir.

3.3.3. Teklifin Müşteriye (Borçlu) Sunulması

Banka tarafından borçluya yazılı bir teklif sunulur. Bu teklifte genel olarak; alınması düşünülen kredi miktarı, kullanım amacının ne olduğu, hangi tür bir finansal enstrümanın tercih edildiği, vade, çekim süresi, faiz oranı, faiz dönemi, borçlunun ödeyeceği ücret ve komisyonlar, geri ödeme, erken geri ödeme ve diğer bazı özel koşullar yer almaktadır. Bu unsurların hepsinin birer maliyeti bulunmakta ve hepsi bir arada toplam maliyeti (all in cost) oluşturmaktadır.

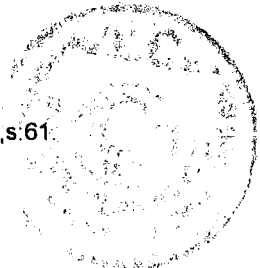
3.3.4. Teklifin İncelenmesi ve Bankanın Yetkilendirilmesi

Borçlu teklifleri inceleyerek kendisine en uygun olanına karar verir. Gelen teklifler için yapılan değerlendirmelerde en önemli unsur maliyet olup, borçlu bunu toplam maliyet olarak göz önünde bulundurur. Buna göre bir sendikasyon kredisinde 5 temel maliyet unsuru bulunmaktadır. Bunlar; Libor+Spread, Yönetim Ücreti, Taahhüt Ücreti, Ajan Ücreti ve Diğer masraflar (Teleks, fax, yazışma vb gibi masraflar) şeklinde sıralanabilir.⁶² Tercih ettiği teklifi veren bankaya sendikasyonu başlatması için yazılı yetki (mandate) verir. Bu arada banka

⁶⁰ Ibid, s. 608.

⁶¹ Kalaycıoğlu, s.27.

⁶² Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London:Euromoney Publications, 1982, s.61.



borçludan işlem tamamlanincaya kadar hiç bir finansal enstrümanla piyasaya çıkmaması ricasında bulunur.

3.3.5. Sendikasyonu Düzenleyici Grubunun Belirlenmesi ve Grubun Çalışmalarına Başlaması

Bu aşama esas olarak borçlu ile düzenleyiciler arasında gelişir.

- Borçlunun ihtiyaçlarını belirlemek: Kredi aşamasındaki riskleri belirleyip önceden önlem alabilmek ve sendikasyonun sağlanabilmesi için katılımcılara gerekçeleri açık ve net bir şekilde anlatabilmek ancak borçlunun ihtiyaçlarını belirlemek ile mümkündür. Borçlunun krediyi hangi amaçla kullanacağı (ihracat veya ithalat finansmanı, proje finansmanı vb.) belirlenmelidir. Ayrıca bu amaca uygun vade, geri ödeme sıklığı ve fiyatlama da bu süreçte tartışılacaktır.
- Kredinin onaylanması: Kredinin parametreleri belirlendikten sonra, aracı bankanın ve katılımcı bankaların kredi komitelerinden onay alınacaktır.
- Borçluya rekabetçi piyasa koşullarına uygun bir teklifte bulunmak: analistler kredinin risklerin ve ödeme koşullarını belirledikten ve kredi onayı alındıktan sonra, borçluya teklif götürülür. Bu aşamada iki önemli faktör gözönüne alınır; kredi koşulları ve fiyatlandırma koşulları.

3.3.6. Information Memorandum (Bilgi Kitapçığı) Hazırlanması ve Dökümantasyon İşlemleri

Ajan banka borçluyu tanıtan, gelecekte borçluya nakit akış sağlayacak projeleri de içeren finansal bilgileri içeren bir bilgi kitapçığı hazırlar. Ancak böyle bir kitapçığa her zaman ihtiyaç duyulmayabilir. Buna borçlu ve lider banka karşılıklı görüşmeler sonucunda karar verirler. Eğer borçlu bir devlet ise bu paket ülkenin tüm ekonomisiyle ilgili bilgileri de kapsayacaktır. Borçlu bilgi kitapçığında yer alan bilgilerin doğru olduğunu garanti eder. İçerdiği bilgiler ve sendikasyon sürecinde üstlendiği rol itibarıyla bilgi kitapçığı borçlu için önemli bir tanıtım aracıdır. Lider banka tarafından sendikasyona katılması düşünülen bankalara sendikasyon daveti ile birlikte gönderilir. Sendikasyon kitapçığını alan bankalar bir gizlilik anlaşması imzalarlar. Bu anlamda lider banka potansiyel üyeler ile bir araya gelir ve onlara kredinin belirli şartlarını açıklar, borçlunun faaliyette bulunduğu iş alanı ve sektördeki yeri hakkında bilgi verir. Buna ek olarak yine borçlunun krediye ilişkin beklentileri ve krediyi hangi alanda kullanmayı düşündüğüne ilişkin bilgileri de yine bu toplantılarda aktarır.



Bilgi kitapçığında bulunması gerekli bilgilerden belli başları şu şekilde belirtilebilir.⁶³

- Kurumun tarihçesi
- Ortaklık ve yapısı
- İştirakleri ve faaliyetleri
- Kredinin gerekçesi
- Kurumun karlılık durumu
- Bilanço eğilimleri
- Kurumun yapısı

Bilgi kitapçığına ilişkin tüm masraflar borçlu tarafından karşılanır.

3.3.7. Sendikasyona Davet

Lider Banka, bilgi kitapçığını davet mektubu ile birlikte sendikasyona katılmasını arzu ettiği bankalara göndererek onları sendikasyona davet eder. Davet mektubu/teksinde krediye ilişkin hükümler koşullar, istenilen katılım miktarı, kreditorler açısından kazançları gibi konular belirtilir. Kredinin birden farklı coğrafik bölgelerdeki birden fazla piyasada pazarlanması durumu varsa, birden fazla bankanın bu işle görevlendirilmesi faydalı olacaktır. Davet masrafları da borçludan tahsil edilir.

3.3.8. Kredi Sözleşmesinin İmzalanması ve Sonraki İşlemler

Sendikasyon kredileri piyasasında işlemin başarısı veya başarısızlığına çoğunlukla imza töreninin yarattığı etkilere bakılarak karar verilmektedir. Zor gerçekleştirilmiş ve başarılı olmamış fazla avantajlı olmayan bir sendikasyon, iyi bir imza töreni ile prestij kazanabilir.⁶⁴ Tam tersi durumlarda geçerlidir. İmza töreni genel de katılımcı bankaların tümüne yakın olması amacıyla Euro-Mali Merkezlerden birinde yapılır.(Londra, Frankfurt, Zürih..) İmza töreninin bir başka özelliği de tüm tarafların yüzyüze bir araya geldikleri tek zaman olması özelliğidir. Kredi anlaşmasının imzalanması ile birlikte kredinin içerdiği koşullara ilişkin olarak taahhüt altına girilmiş olur. İmzalanmadan herhangi bir taahhüt söz konusu değildir.

İmza günü ödenmiş olması daha önceden vaadedilmiş tüm komisyon ücret ve masrafların ödenmiş, yasal dökümanların tamamlanmış ve de para çekimi için gerekli kredi türüne göre niteliği farklılık gösteren "Çekim Belgesi" 'nin (Drawdown Notice) lider bankaya iletilmiş olması gereklidir. Paranın borçlunun hesabına geçtiği tarihe kadar taahhüt ücreti, geçtiği

⁶³ Özcan Güven, "Yurt Dışı Kaynaklı Krediler", *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, İzmir:TBB, Şubat 1998,s.13.

⁶⁴ Ibid., s.12.

tarihten itibaren ise kredi faizi işlemeye başlar.⁶⁵

3.3.9. Kredinin Uluslararası Piyasalarda Tanıtımı

Bu bir anlamda gerçekleştirilen işleme dair bir reklam ve ilan niteliğindedir. Bu amaçla, bankaların bankacılıktaki performanslarının ve kapasitelerinin tanıtımı için çok yaygın olarak "Tombstone" lar gazete ve dergilerde yayınlanmaktadır.⁶⁶ Hatta günümüzde sürekli gelişen teknoloji yardımıyla internet aracılığıyla bilgisayar üzerinden de tanıtım ve reklam yapılabilen ve gazete ve dergilerin ulaşamayacağı kadar uzak bölgelere kolaylıkla ulaşılabilen ve küresel anlamda bir tanıtım yapılabilir. Konuya ilişkin olarak Ek 1a,1b ve 1c'de tanıtımlara ilişkin örnekler verilmektedir. Buna göre Ek 1a'da katılımcı sayısının çok olduğu sendikasyon kredisi'ne ilişkin, Ek 1b'de katılımcı banka sayısının göreceli olarak daha az olduğu Club Deal'a (Kulüp Kredisi) ilişkin, Ek 1c'de ise Türkiye'den Turkcell'in kullandığı sendikasyon kredilerine ilişkin Tombstone'lar verilmiştir.

3.3.10. Kredinin İşlemeye Başlaması

Kredi anlaşması imzalandıktan sonra ana görev düzenleyici bankadan ajan bankaya geçer. Bu iki görevi de aynı banka üstlenmiş olabilir. Ajan banka

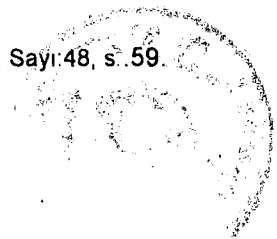
- ödemelerin düzenli yapılıp yapılmadığı,
- ödemelerin borçluya ve kreditorlere yapılması,
- komisyon ve ücretlerin hesaplanması, toplanması ve paylaşılması,
- gerekli bilgi sirkülasyonunun sağlanması,
- fiyatlandırmanın türüne göre varsa değişken faizin belirlenmesi ve bildirilmesi gibi konularla ilgilenir.

3.3.11. Sendikasyon Kredisi Sözleşmesinin Önemi

Sendikasyon kredilerinin sözleşme metinleri de büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle büyük bir dikkatle okunup incelenmeli, avukatların fikirlerine başvurulmalıdır. Genel olarak sendikasyon kredisinin lideri borçluya borçlanma işlemine belirli bir fiyattan, belirli bir vade için belirli bir yapı da yapacağına dair güvence verir. Ancak piyasa koşullarının oynak olması sebebiyle, bir çok yüklenici banka, bu tür sözleşmelerin riski karşılığında ek ücretler içermesini ve faizin piyasada oluşabilecek herhangi tehlikeli duruma karşı esnek tutulmasını istemektedir. Bunun temelinde de küresel anlamda yaşanan finansal krizler ve bunların

⁶⁵ Gülçin Türkakin, "Sendikasyon Kredileri", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi* (Mart 1990), Sayı:48, s. 59.

⁶⁶ Apak,s.81.



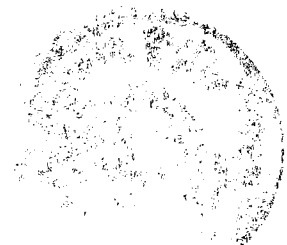
piyasalarda ve doğal olarak borçlu ve banka arasındaki ilişkilerde yarattığı etki gelmektedir. Buna ek olarak sendikasyona katılan bir çok banka, bu işlemin yükleniciler açısından oldukça maliyetli bir işlem olduğunu savunmaktadır. Konuya ilişkin olarak bir sendikasyon kredisi sözleşmesi ve kredi çekim belgesi (Drawdown Notice) örnekleri Ek 2'de verilmiştir.

3.3.12. Ana Hatlarıyla Sendikasyon Kredisi Sözleşmesi Maddeleri^{67 68}

- **Kredi Anlaşmasının Tarafları:** Anlaşmada yer alan taraflar ve tarafların statüleri belirtilir.
- **Kredi Anlaşmasında Geçen Terimlerin Tanımları:** Kredi anlaşmasını ilişkin terimlerin tanımlanması kredi sözleşmesinin kolay yorumlanması ve anlaşılmasını kolaylaştırır.
- **Miktar (Amount):** Kredi miktarının tamamı taahhüt edilmiş (fully underwritten, fully committed) veya bir kısmı taahhüt edilmiş (partly underwritten) ya da hiç bir bölümü taahhüt edilmeden tamamen lider bankanın çabasıyla elde edilebilecek tutar (best effort basis) olabilir.
- **Amaç (Purpose):** Kredinin belirli bir amaçla mı alındığı yoksa genel amaçlı mı olduğu belirtilir. Kredi özel amaçla alınmak isteniyorsa başka bir amaçla kullanılamaz.
- **Finansman Aracı (Instrument):** Tahvil, bono, para veya diğer menkul kıymetler olabilir.
- **Vadesi (Maturity):** Kredinin vade sonuna ilişkin bilgi verilir.
- **Kullanım Koşulları:** Kredinin, anlaşma imzalandıktan sonra ne kadar zaman içerisinde çekilebileceğini belirtir. Çekim süresi (Availability Period), minimum çekim tutarı, her çekim için yerine getirilmesi gereken ön koşullar vb... hakkında bilgi verilir.
- **Alternatif Döviz Cinsi:** Kredi başka bir döviz cinsinden kullanılabilirse bunun ne şekilde gerçekleştirilebileceği belirtilir.
- **Geri Ödeme (Repayment):** Kredinin vadesi, ödemesiz dönem, kaç taksitte geri ödeneceği ... vb hükümler bu bölümde belirtilir.
- **Erken Geri Ödeme (Voluntary Prepayment):** Bir çok kredi sözleşmesinde, borçlunun krediyi kendi isteğiyle erken geri ödemesine izin verilmemektedir. Çünkü böyle bir durum ancak borçlunun daha iyi koşullarla kredi bulması durumunda söz konusu olur. Bu durumda kreditorlerin kendi lehlerine olan avantajlarıyla çelişir. Ancak belirli bir ceza veya belirli bir dönem geçmesi şartıyla

⁶⁷ Türkakın, ss:60-61.

⁶⁸ Apak, ss:77-79.



erken geri ödemeye izin verilmektedir.

- **İptal Durumu (Cancellation):** Borçlu herhangi bir çekim yapmadan belirli bir zaman önce haber vererek krediyi iptal etme imkanına sahiptir. Bunun karşılığında da bir komisyon ödenmesi söz konusudur.
- **Faiz Dönemleri, Faiz Oranı:** Faiz ödenme dönemleri, ödeme esasları ve ne kadar ek faizin söz konusu olacağı belirtilir.

Baz/Referans Faiz: Başlıca finans merkezlerindeki borçlanma maliyetini ifade eder. Örnek verecek olursak; LIBOR Londra, FIBOR ise Frankfurt borsasında kullanılan bankalararası borçlanma oranıdır. Bu oranlar baz faizi oluşturur.

Spread (Risk Primi): Baz faizin üzerine eklenen, borçlu ve borçlunun ülkesini risk durumunu yansıtan bir primdir. Örneğin:LIBOR oranı %6 ise, risk primi AAA değerinde olan bir borçlu için %0.4, A değerindeki bir borçlu için ise %1 olabilir. Baz faiz ve risk priminden oluşan toplam faiz oranı, anapara üzerinden 3,6,12 ay gibi belirli aralıklarla tahsil edilir.

- **Alternatif Faiz Oranı:** Belirlenen faiz oranının kreditorlerin maliyetlerini yansıtmadığına karar verilirse veya herhangi bir nedenle esas alınan faiz o dönem için kote edilmemişse esas alınacak yeni bir faiz oranının belirlenmesi söz konusu olur.
- **Ödeme Şekli:** Ödemelerin kime, ne şekilde yapılacağı, kreditorlere ajan tarafından nasıl dağıtılacağı bu bölümde belirtilir. İş gününe denk gelmeyen ödeme günü, ödenen vergilerin borçlu tarafından karşılanması.... gibi hükümler bu bölümde yer alır.
- **Borçlunun Durumunda Ortaya Çıkacak Ani Değişiklikler (Change in Circumstances):** Vade sonunda borçlunun parayı geri ödeme ihtimalinin zayıflaması gibi bir duruma ilişkin sinyaller alınırsa zorunlu erken ödeme talebi kreditorlerden gelebilir. Herhangi bir nedenle fon sağlamanın daha maliyetli (increase in costs) hale gelmesi durumunda artan maliyetleri borçlunun karşılaması istenebilir.
- **Ön Koşullar (Conditions Precedent):** Kredinin kullanılabilmesini teminen gereken her türlü onay, lisans ve izin sağlanmış olması ve peşin ödenmesi gerekli her türlü komisyonunun ödenmiş olması gerekir.
- **Teminatlar (Representations and Warranties):** Borçlu bu tür bir kredi kullanmasına ilişkin hiç bir kanuni engel olmadığına ve Information Memorandum'da kendisiyle ilgili yer alan bilgilerin tam ve doğru olduğuna dair teminat verir.



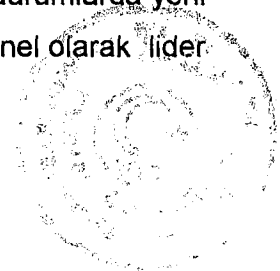
- **Yükümlülükler (Undertakings and Covenants):** Kredinin vadesi boyunca borçlu mali yapısına ilişkin kimi bilgileri, bir başka kredisinin ödemede gecikme durumuna ilişkin bilgiyi (Cross Default) ve buna benzer bilgileri kreditorlere ilişkin bilgileri kreditorlere iletme zorundadır. Ayrıca başkalarına kendi mal varlığı üzerinde izin verilenin dışında (Permitted Encumbrances) bir taahhütte bulunmayacağını (Negative Pledge) bu bölümde taahhüt eder.
- **Ödemede Gecikme Durumu (Events of Default):** Krediye ilişkin herhangi bir ödemenin gecikmesi veya vaadedilen yükümlülüklerden birinin yerine getirilmemesi durumunda uyulacak hükümler, diğer kredilere ilişkin herhangi bir ödemenin gecikmesi veya herhangi bir hükme uyulmaması durumunda (Cross Default) uyulacak hükümler, borçlunun durumunda ortaya çıkacak ani bir değişiklikte (Material Adverse Change) uyulacak hükümler belirtilir.
- **Geç Ödeme Bilgileri⁶⁹ (Cross Default) :** Borçlunun başka kredilerinde aksamalar durumunda vereceği bilgiler.
- **Tazminatlar (Indemnities):** Kreditorlerin borçlunun hatası nedeniyle zarara uğraması durumunda bu hataların ne şekilde tazmin edileceğini bu madde altında belirtilmektedir.
- **Hesap Numaraları:** Kredi anlaşmasına katılan taraflara yapılacak ödemelerin hangi hesap numaralarına yapılacağını belirtilir.
- **Ajanlık Maddesi:** Ajanın hak ve yükümlülükleri, üstlendiği sorumluluk bu bölümde anlatılır.
- **Ücret ve Komisyonlar:** Ödenmesi gereken ücret ve komisyonlar bu bölümde belirtilmektedir. Örnek vermek gerekirse;
Yönetim Komisyonu: yönetim (management) ve aracılık/düzenleme (arrangement) gibi adlar altında bir defaya mahsus olmak üzere alınan yönetim komisyonu veya komisyonlarının miktarı, borçlu ve kreditorlerin piyasalardaki gücüne göre belirlenir. Lider bankalar bu komisyonu kendileri arasında, katılım payları oranına göre paylaşırlar.
Ajan Komisyonu: Ajan görevini yapan bankanın görevi dolayısıyla talep ettiği ajan komisyonu, genellikle katılan banka başına (\$500/banka gibi), veya bir defaya mahsus olmak şartıyla (\$15,000 gibi) ve sendikasyon kredisinin devam ettiği her yıl tekrarlanmak üzere alınır.
- **Taahhüt Komisyonu (Commitment Fee):** Kreditorlerin borçlu için kredi tutarını

⁶⁹ Güven, s.15

- hazır tutmalarının karşılığıdır. Çekim süresi içinde kredinin çekilmeyen kısmı üzerinden çekilmediği süre için alınır. Kredi çekildikçe taahhüt komisyonunun çekilen miktar için işlemesi sona erer, ancak o miktar için faiz işlemeye başlar.
- **Masraflar (Charges):** Nelerin masraf kapsamına girip, ne sıklıkta borçluya fatura edileceği ve varsa üst sınır belirtilir. Ör: Avukatlık Masrafları: Avukatlık masrafları sendikasyonların içerdiği detaya ve basit veya karmaşık oluşuna göre değişiklik gösterebilir. Dünya genelinde avukatlık ücretlerine ilişkin ciddi rakamların döndüğü düşünülürse, 15,000 USD ve 100,000 USD (daha fazla da olabilir) arasında bir masraf bu tür işlemlerde söz konusu olabilmektedir.
 - **Düzenleme Ücreti (Arrangement Fee), Yönetim Ücreti (Management Fee), Kredi Ücreti (Facility Fee):** Krediyi düzenleyen bankalar, yardımcı yönetici bankalar krediyi sağlamak için sarfettikleri çabanın karşılığı olarak bu ücreti kredinin toplam tutarı üzerinden alırlar. "Önder Banka" ödenen bu ücretin içinden önderliğin karşılığı olarak daha büyük bir payı önceden alır ve kalanı yönetici, yardımcı yönetici ve katılımcı bankalara dağıtır.
 - **Damga Vergisi:** Borçlu tarafından ödeneceği belirtilir.
 - **Statü:** İmzalanan anlaşmanın daha önce imzalanmış ve daha sonra imzalanacak kredi anlaşmalarıyla aynı önceliği taşıyacağı, borçlunun borçlarının tümünü ödeyemez duruma düştüğünü ilan etmesi (Moratorium) durumunda bütün alacaklıların eşit haklara sahip olacağı (Parri Passu Clause) bu bölümde belirtilir.
 - **Devir İşlemleri (Assignments):** Katılımcı bankaların ya da ajanın hak ve yükümlülüklerini ne şekilde başkalarına devredecekleri bu bölümde belirtilir.
 - **Uyulması Gereken Yasa ve Yargı Hükümleri (Laws):** Anlaşmazlık durumunda herhangi ülke yasalarına, ne şekilde uyulacağı belirlenir.
 - **Çeşitli Hükümler:** Yazışmalarda hangi dilin kullanılacağı, iş günü tanımı, hesaplamalarda dikkate alınacak yıl gün sayısı vb. hükümler bu madde altında belirtilir.

3.3.13. Sendikasyon Kredisi Kullandırdıktan Sonra Doğabilecek Durumlar

Sendikasyon kredisi verildikten sonra ise borçlunun işlemleri sürekli takip edilir. Kredi anlaşması maddelerine aykırı hareket edilip edilmediği izlenir. Finansal durumu dönem dönem incelenir. Sonradan ortaya çıkabilecek durumlara göre ek görüşmeler yapılır ve anlaşmalar düzenlenir. Ödenmeme veya geç ödeme vb. durumlar olduğunda ise bunların belirlenen ülke kanunları çerçevesinde ödenmesi sağlanmaya çalışılır. Bazı durumlarda yeni bir ödeme planı hazırlanabilir. Tüm bu işlemler yakın bir takip gerektirir ve genel olarak lider banka ve/veya düzenleyici bankalar tarafında yürütülür.



3.4. SENDİKASYON KREDİLERİ: GENEL DEĞERLENDİRME

3.4.1. Sendikasyon Kredisinin Borçlu ve Kreditör Açısından Avantajları

Sendikasyon kredilerinin diğer ticari kredi çeşitlerine karşın tercih edilmesinin temelinde hiç kuşkusuz sağladığı bir takım avantajlar bulunmaktadır.

Borçlu açısından bakıldığında:

- İlk avantaj kredinin miktarıdır. Borçlunun büyük miktarda krediye gereksinimi varsa, bunun hepsini tek bir bankadan sağlama olanağı azdır.
- Eğer gereksinim duyulan fon aynı amaç için kullanılacaksa, birden fazla kredi alıp bunları yönetmek borçlu için oldukça zorlu olacaktır. Bu nedenle borçlunun fon ihtiyacını tek bir kredide toplayabilmesi yönetim kolaylığı sağlayacaktır.
- Büyük miktardaki kredinin çok kısa bir sürede sağlanabilmesi borçlu için önemli bir avantajdır.
- Borçlu için diğer bir avantaj ise fonun belirli bir süre boyunca sağlanacağından emin olmasıdır. Borçlu, krediyi kullanarak gerçekleştirmeye başladığı faaliyetlerin yarım kalması tehlikesiyle karşı karşıya kalmaz.
- Sendikasyon yoluyla borçlu, kendisini tanımayan ve bu nedenle sendikasyon kredisindeki kadar düşük maliyete kredi vermeyecek bankalardan oluşan geniş bankalar topluluğuna ulaşır.⁷⁰
- İyi bir sendikasyon kredisi anlaşması ve fiyatlamasıyla piyasada adını duyurma imkanı elde eder. Borçlu açısından prestijli bir işlem olur.

Borç verenlerin avantajlarını ise şöyle sıralayabiliriz:

- Her banka, müşterisinin finansal olarak iyi durumda olmasına ve gelişmesine katkıda bulunmak ister. Çünkü müşterisi kar ettikçe bankayla daha çok çalışır. Böylece müşteri-banka ilişkileri güçlenir.
- Banka müşterisi için sendikasyon kredisi düzenleyerek komisyon kazancı elde eder.
- Banka hem müşterisine krediyi sağlamış olur, hem de kredi riskini diğer kredi verenlerle paylaşır.⁷¹
- Bankaya müşterisi ile farklı alanlarda da çalışma imkanı yaratır.

⁷⁰ Parasız, s.606.

⁷¹ Ibid.,s.607



- Bankaya başarılı bir sendikasyon ile piyasada adını duyurması ve iyi bir yer edinmesi için imkan yaratır.
- Müşteri yelpazesini genişletmesine yardımcı olur.

Özellikle belli başlı ticaret ve yatırım bankaları sendikasyon piyasasında aktif olarak çalışıp, kredileri bularak kaynak sağladıkları için ekstra ücret alırlar, çünkü sendikasyonlu kredi sağlamanın her zaman bir risk payı vardır. Bankaların tek başlarına kredi vermek yerine bir sendikasyona katılmayı tercih etmelerinin başka bir sebebi de geniş müşteri yelpazesi ile çalışabilme imkanı vermesidir. Yasal düzenlemeler, verilebilecek olan maksimum kredi tutarını bankanın özkaynağının bir kısmı ile sınırladığı için, bankalar sendikasyona katıldıkları takdirde normal krediye nazaran daha küçük miktarları kredi olarak verebilmekte böylece daha geniş bir müşteri kitlesi ile çalışabilmektedirler. Ayrıca belirlenen bu oranı aşma riskleri de ortadan kalkmaktadır. Bunun yanısıra yine katılımcı bankalar hizmet anlamında coğrafik açıdan ulaşamayabilecekleri bölgelere veya müşterilere finansın uluslararasılaşmasının getirdiği ürünlerden biri olan sendikasyon kredileri vasıtasıyla rahatlıkla ulaşır olmuşlardır.

3.4.2. Sendikasyon Kredilerinde Dikkat Çeken Unsurlar, Başarı ve Risk Faktörleri

Yapılan araştırma sonuçları göstermiştir ki, borçlanıcı hakkında ne kadar bilgiye sahip olunursa, yatırımcılara daha yüksek oranda bir kredi satışı gerçekleştirilebilmektedir. Çünkü, borçlanıcıya ilişkin bilgilerin yeterliliği ve kalitesi kredinin satışını yakından etkilemektedir. Güçlü bir üne sahip lider bankalar, sendikasyona ilişkin kötü şartları ve problemleri azaltıcı etkileri sebebiyle, verilen kredinin büyük bir kısmını sağlayabilirler. Bunun yanısıra yine sendikasyon kredilerine ilişkin olarak ticari bankaların yatırım bankalarına nazaran daha başarılı oldukları görülmüştür. Bunun yanısıra vadenin uzaması sendikasyon kredisinin başarısını arttırmaktadır. Bu bir anlamda her düzenlemeyle birlikte tekrarlanan muhtemel maliyetlerin vadenin uzamasıyla birlikte azaltılması anlamına da gelmektedir. Teminat gerekliliği sendikasyonun başarı kapasitesini düşürmektedir. Sendikasyona katılan üyeler herhangi bir teminat mevcudiyetini borçlunun yüksek risk içermesi ve de sonuç olarak finansal bir sıkıntı için bir ihtimalin varlığı olarak yorumlamaktadırlar.⁷²

Sendikasyon kredileri piyasası özel ve kamu sektörünün birleşiminden oluşmuş ve son on yılda yıllık bazda %23 oranında büyüme göstererek , 1997 yılında 1 Trilyon USD'nin üzerine

⁷² Dennis and Mullineaux ss.10-15



çıkmiştir. Deneyimler kesin olarak göstermiştir ki, borçlu hakkında bilgilerin tam anlamıyla şeffaf olarak elde edildiği, sendikasyonu yöneten liderin sektörde güvenildiği ve saygı duyulduğu, kredinin vadesinin yeterince uzun olduğu ve herhangi bir garanti veya teminata ihtiyaç duyulmadığı oranda sendikasyon kredileri ve miktarlarında başarı ve artış gözlemlenmiştir. Son yıllarda borçlu olarak özel sektörün mü yoksa kamu sektörünün mü tercih edildiği hususu üzerinde durulmuş ve yapılan araştırmalar tercihe ilişkin kritik faktörlerin borçluya ilişkin bilgilerin yapısı, kalitesi ve güvenilirliğinden oluştuğunu göstermiştir. Borçlu hakkında en problemsiz şekilde bilgi alınması oranında kreditorlerin ve kredi kullanım sürecinin sistemli ve problemsiz olarak hareket ettiği gözlemlenmiştir.⁷³

Borçlunun vereceği bilgilerin açık seçik olması ve finansal açıdan kredi verilebilir olmasının yanında, ileriye dönük planları, strateji ve projeleri de sendikasyona katılan bankalar açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle kreditorlere önerebilecek daha başka bir çok işlemleri olan ve kredilendirme sürecinde titiz çalışarak kreditorlere istedikleri bilgileri problemsiz sağlayan borçlular iyi şartları elde etmektedirler. İlk onda yer alan sendikasyon düzenleyicileri konuyu kısaca "Bugün kü mevcut sendikasyon piyasasında anahtar ölçüt borçlu ile yapılabilecek ekstra (ancillary) işlemlerin kredinin büyüklüğüne (miktarına) oranıdır" şeklinde açıklamaktadırlar.⁷⁴

Uygulamada sendikasyon kredisi sürecine ilişkin olarak temelde 3 faktörün önemli olduğunu söyleyebiliriz. Bunları; borçlunun, borç verenin ve kredi anlaşmasının özellikleri olarak sıralamak mümkündür.⁷⁵ Bunun yanısıra, kredinin vadesi uzadığı oranda sendikasyonun potansiyel başarısının azalacağı yönünde bir inanış olmakla birlikte, kısa vadeli kredilere ilişkin olarak sık sık yapılan yenilemelerin yürütme ve inceleme masraflarını ikiye katladığı ve sendikasyona katılan bankalar için ciddi bir maliyet unsuru olduğu görülmüştür. Ancak zaten sendikasyon kredilerinin büyük bir çoğunluğunun değişken faiz oranı içerdiği göz önünde bulundurulursa, sendikasyon üyelerinin fazladan bir maliyetten kaçınmak için ve ekonomik olduğunu düşünerek uzun vadeli bir sendikasyon kredisine girmeyi tercih edecekleri söylenebilir.⁷⁶

Benzer şekilde herhangi bir teminatın bulunmasının da kredi sendikasyon potansiyeline

⁷³ Ibid., s.1

⁷⁴ Pavey, s.7.

⁷⁵ Dennis & Mullineaux s.3

⁷⁶ Dennis & Mullineaux s14

etkisi tartışılmıştır. Kredi tümüyle garanti altında bulunmaktaysa, kreditorlerin inceleme ve gözlem altında bulundurma çabaları azalacak, bu da sendikasyon konusunda üyeler ve lider banka arasında oluşabilecek fikir ayrılıklarını yok edebilecektir. Bununla beraber yapılan bazı araştırmalar karşıt bir görüş ortaya atmıştır. Buna göre herhangi bir teminat krediye ilişkin bir riskin olduğu ve tam olarak şeffaf bilgilerin bulunmadığı sonucunu doğuracaktır. Yani kredi daha riskli bir görünüm çizecek ve de sendikasyonun başarısını düşürebilecektir.⁷⁷

Daha önce de belirtildiği üzere şeffaf ve açık (incelenmesi kolay, anlaşılabilir, ve yorumlanabilir) bilgiye sahip kredi talepleri, daha kapalı net olmayan (opaque) yani anlaşılması ve yorumlanması zor, tamamlanmamış bilgiler içeren kredi başvurularına kıyasla daha fazla sendikasyon potansiyeline sahiptirler. Şu da bir gerçektir ki borçlunun kredi derecesine (rating) sahip olduğu, borsa da kote edilen bir şirket olduğu veya borçlunun büyük (devlet veya büyük önde gelen bir şirket) olduğu oranda bilgiler şeffaf ve açık olabilmekte sendikasyonda başarı daha da artabilmektedir.

Ancak şu bir gerçektir ki uluslararası finansal piyasalardan kullanılan bir kredi söz konusu olduğunda ve de borçlunun gelişmekte olan bir ülke veya orada yerleşik bir kurum olduğu dikkate alınırsa bu durumda işin içine ciddi anlamda bir ülke riski ve politik risk girmektedir. Bu da en önemli risklerden biri olup tüm diğer riskleri kapsadığını söylemek mümkündür.

Sendikasyona katılan kurumlar borçluya belirli bir fon sağlamakla birlikte bu onunla yeterince sık sık görüşme yapacakları veya herhangi bir ilişkileri olacağı anlamına gelmez. Diğer bir deyişle lider banka borçluya yakın bir ilişkiye sahip olurken diğer katılımcılar için bu pek söz konusu olmayabilir. Ancak sendikasyon kredisi piyasasın da bu anlamda bazen lider bankaya ilişkin yanlış seçim (adverse selection) veya ahlaki anlamda risk (moral hazard) şeklinde bazı problemler söz konusu olmaktadır. Lider banka sendikasyon katılımcılarının elde edemeyeceği bilgilere de bazen sözlü olarak veya genel araştırma sonucu sahip olmaktadır. Fakat bunları yanlış yorumlaması veya finansal tablolarda gösterilmeyen fakat kendisinin bildiği bilgilerin önemli sonuçlara yol açabilmesi gibi konular önemli problemlere yol açabilmekte bu da adverse selection olarak yorumlanmaktadır.

Moral hazard ise genel olarak kredinin geri ödenmemesine ilişkin yaşanan problemlerdir. Bu

⁷⁷ Dennis & Mullineaux s 14

da anlaşmanın ve uygulamaların genel yapısına uymadığı için ahlaki anlamda ters düşen bir durum olarak kabul edilmektedir. Kredi bir kez sendikasyondan çıktıktan sonra krediyi sağlayan bankaların onun üzerinde artık sıkı bir takip yapması söz konusu olamamaktadır. Böylece artık risk tüm katılımcı bankalar arasında katılım oranlarında dağılmış olmaktadır. Ancak sendikasyondaki bir avantaj katılıma ilişkin verilen belgeler yardımıyla borçluya karşı hak iddia edilebilmekte ve daha da kötü bir durumla karşılaşıldığında borçlunun varsa mevduatları ile mahsuplaşılabilir. Bazı durumlarda da tüm bu görevler ve takipler katılımcı bankalar tarafında yetki verilmesi yoluyla lider banka tarafından yürütülür.

Bu bağlamda sendikasyon kredisi kullandıktan sonraki dönemle ilgili olarak son zamanlarda üç noktanın üzerinde ısrarla durulmaktadır. Bu özellikler; kredi verildikten sonraki izleme, stratejik önem taşıyan geri ödememe riskinin yok edilmesi ve geri ödememe riskinin ortaya çıkması durumunda düşük maliyetli yeni bir anlaşma yapılmasının sağlanmasıdır.

Kredi açısından görülen en büyük risk ülke riski ve politik risktir. Likidite riski ise diğerleri ile karşılaştırıldığında ikinci sırada yer alır. Benzer bir tartışma ise düşük kaliteli firmaların likidite riskini, yüksek kaliteli firmaların ise politik riski daha fazla taşıdığı yolunda yapılmaktadır. Bu görüşün doğru olduğunu söylemek mümkün olabilir. Çünkü küçük ölçekli firmalar daha çok finansman sıkıntısı içerisinde olurlar ve onların için esas bağlayıcı risk türü budur. Büyük ölçekli firmalar ise piyasada ve sektörde iyi bir yere ve saygınlığa sahiptirler. Bu tür firmalar büyük bir finansman ihtiyacı içinde olmamakla birlikte kendilerine düşük maliyetli bir kaynak arayışı ile hareket etseler bile buldukları ülkenin taşıdığı risk onları negatif etkileyen bir unsur olmaktadır.

Ortaya çıkabilecek riskler nedeniyle katılımcı bankalar sendikasyonda küçük paylar ile yer almayı tercih ederler. Aslında sendikasyona katılan banka sayısının fazla olması bir anlamda sendikasyonun başarısını bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.⁷⁸Bu noktalar çelişki yaratmakta ve kafalarda soru işareti bırakmaktadır.

3.4.3. Sendikasyon Kredilerinin Loan Sale (Kredi Satış) İşlemlerinden Farklılıkları ve IFC

Sendikasyon kredisi iki veya daha fazla bankanın bir borçluya ortaklaşa bir kredi vermek için

⁷⁸ Benjamin Esty, William L. Megginson, "Syndicate Structure As a Response to Political Risk, in The Project Finance Loan Market" SSRN Working Papers, March 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?cfid=786530&cftoken=28703328&abstract_id=263780, s.1

bir araya gelmesi özelliği ile normal bir kredi satış (Loan Sale) işleminden farklılık gösterir. Loan Sale işleminde katılım sözleşmesi bulunmaktadır. Bu katılım sözleşmesini alan taraf dolaylı kreditor (indirect lender) olur ve borçluyu ile herhangi bir iletişim kurmaz. İlişki boyutundan konuya baktığımızda katılım sözleşmesini alan kreditor, banka aracılığı ile kamu kağıdı alan herhangi bir kurum ile aynı konumdadır. Yani dolaylı olarak borç vermiştir. Borcu kendisine muhatap seçtiği kuruma vermiştir.⁷⁹ Bu tip krediler IFC tarafında sıkça kullanılmakta ve B Loan olarak adlandırılmaktadır. Özellikle Asya Krizi'nden sonra kreditor bankaların beklenmeyen bir şekilde ağır zarar görmeleri nedeniyle bu yol oldukça talep görmüş ve tercih edilmiştir. ⁸⁰IFC bir anlamda borçluya karşı bir garanti şemsiyesi oluşturmakta ve kreditorlerin riskini de minimize etmektedir. Bu tip kredilerin genelde gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanıldığı düşünülürse , böylece IFC'nin asıl amacı olan gelişmekte olan ülkelerin kalkınması ve geliştirilmesi yönünde büyük yardımları olduğu görülmektedir.

Sendikasyon kredisi formasyonunda ise her katılımcı banka borçluya direkt olarak borç vermekte ve bunun karşılığında ayrı alt anlaşmalar bulunmaktadır. Bu özelliğiyle de kredi satış işleminden ayrılık göstermektedir.⁸¹ Kısaca sendikasyon kredisinde ortada sadece bir orjinal kredi anlaşması olmakla birlikte sendikasyona katılan her üyeye ayrı bir alt anlaşma niteliğinde bildirim verilmektedir.

3.4.4. Uluslararası Sendikasyon Kredileri ve Tahvil Piyasalarının Karşılaştırılması

Sendikasyon kredileri herhangi bir bono veya tahvil ihracına göre daha esnek görülmektedirler. Bir anlamda bu piyasada kredinin kullanılması sürecinde baştan sona yapılan işlemler terzi yapımı (tailor made) (isteğe bağlı) olarak adlandırılmaktadır. Çünkü kredilerin vadesinden önce ödenerek kapatılması veya piyasa koşullarının iyileşmesi durumunda refinansman imkanı sağlaması gibi avantajları bulunmaktadır. ⁸² Buna ek olarak sendikasyon kredisi piyasasında özellikle spreadlere bağlı olarak faiz oranlarının daha düşük olduğunu söylemek mümkündür. Tabi bu koşul ancak iyi şartlar içeren ve iyi bir rating almış kredi işlemi için geçerlidir.

⁷⁹ Dennis & Mullineaux, s.6

⁸⁰ IFC Syndication 2000 Brochure, Worldbank Publications.

⁸¹ Gary Gorton and George G. Pennachi, "Banks and Loan Sales: Marketing Non-Marketable Assets" *Journal of Monetary Economics*, No:35, (1995),ss.389-411.

⁸² Michael Peterson, s.



Tahvil ve hisse senedi ihraçları uluslararası piyasalarda daha hızlı ve düşük işlem maliyetleri ile yerine getirilebilmektedir. Bu tip yapıya sahip bir borçlanma da, piyasada hangi orandan ne şekilde işlem görebileceğine ilişkin bir kredi kuruluşu tarafından verilecek olan bir kredi derecesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bununla beraber sendikasyon kredileri ise bir çok kredi komitesinden onay alınmasını gerektiren uzun bir süreçten geçmelidir. Buna rağmen gelişmekte olan piyasalarda sadece bir kaç projenin sermaye piyasası yoluyla finansmanı sağlaması göreceli olarak dikkat çekicidir. Banka kredilerinin başka avantajlarının da olması gerekmektedir.⁸³

Buna ek olarak herhangi bir bono veya tahvil ihracı yoluyla finansman sağlanmasında banka tercihi belirtilebilirken, sendikasyon kredisine katılacak olan bankalar hususunda böyle bir durum genel işleyiş olarak söz konusu olmamaktadır. Sendikasyon kredisi piyasası borçluların bono ihracı yoluyla elde edeceklerinden daha yüksek bir finansman miktarı elde etmelerine yardımcı olduğu yapılan analizler sonucunda gözlemlenmiştir.

3.4.5. Sendikasyon Kredilerine İlişkin Dikkat Çekici Bilgiler

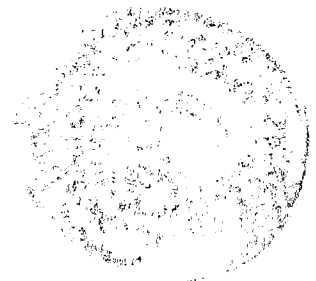
Sendikasyon kredileri dikkate alındığında para birimlerine göre spreadlerin değişiklik gösterdiğini söylemek mümkündür. Örneğin yen ve hatta alman markı üzerinden borçlanmalar yerine göre diğer aktif borçlanılan para birimlerine göre daha düşük spreadler taşıyabilmektedirler. Bunu meydana getiren temel sebeplerden bazıları da Japonya'daki düşük fonlama maliyetleri ve Avrupa'da entegrasyon ile birlikte gündeme gelen düşen faiz marjları olarak görülmektedir. Bunun yanısıra finansal kurumlar kendilerine tanınan bazı rekabet avantajları, iç ve dış garantiler, sigorta sistemi nedeniyle borçlanmalarında düşük spreadler ödeyebilmektedirler.⁸⁴

Ülkelere ilişkin ekonomik ve istatistiksel bilgilerde, kullanılan kredilerin faizine etki de bulunmaktadır. Örneğin ülkelerin yüksek büyüme oranları ülkeler açısından olumlu bir puan olarak kabul edilebilmekte ve kredi ister kamu ister özel sektör tarafında kullanılsın, geri ödenebileceğine dair yurtdışına olumlu sinyaller verilmesine yardımcı olur. Aynı şekilde düşen enflasyon trendinin ve de azalan cari açığında benzer katkıları bulunmaktadır. Kısaca, ülke hakkında edinilebilecek herhangi bir olumlu izlenim verilen kredilerin faiz oranlarının düşmesine etki edecektir.

⁸³ Eichengreen and Mody ,ss.4-8.

⁸⁴ Ibid.

Bununla beraber, finansal gelişimin ve büyümenin düşük olduğu seviyelerde, finansal işlemlere, yüksek getiri ve düşük maliyet sağlamaya ilişkin olarak yapılan yenilikler piyasalara ve faizlerin düşmesine olumlu katkıda bulunurken, tüm bu çabaların çeşitli sebepler ile yarıda kesilmesi veya bozulması daha büyük problemlere yol açabilmektedir. Benzer şekilde, bu durum, yurtdışı finansman kaynakları açısından da büyük tehlike yaratabilmekte, şartları kötüleştirerek, piyasa açısından ciddi bir uyarı olarak kabul edilmektedir.



II. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI VE SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ: JAPONYA ÖRNEĞİ

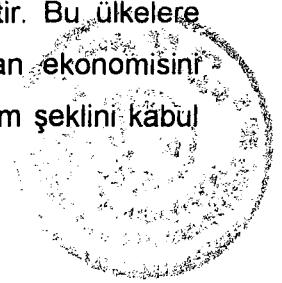
1. GELİŞMİŞ ÜLKELERİN GELİŞİM SÜREÇLERİ VE UZUN VADELİ FİNANSMAN SAĞLAMALARININ İRDELENMESİ: JAPONYA ÖRNEĞİ

1.1. DÜNYA EKONOMİSİNİN SON 20 YILINA VE GELİŞİMİNE GENEL BİR BAKIŞ

Dünya ekonomisi 1980'li yıllarda para ve sermaye piyasası açısından birçok dalgalanma yaşamış ve doğal olarak istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. 1990'lı yılların başlarında bu alanlardaki sorunların çözümleri için analizler yapılması ve öneriler geliştirmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Dünya ekonomisi tekrar rayına oturtulmaya çalışılarak, tüm dünya da liberalizasyon hareketlerine hız verilmiş bunun sonucu olarak deregülasyon ve reregülasyonlara oldukça sık rastlanılmıştır. Kısaca, tüm ülkelerin yeni düzenlemeler yaptıklarını söylemek mümkündür. Bununla beraber gelişmiş, diğer adıyla sanayileşmiş ülkelerde beklenildiği gibi ciddi bir atılım gerçekleşmemiş veya ABD ve İngiltere'de olduğu gibi, yeterli düzeyde yol katedilmemiştir.

Yaşanan ekonomik durgunluk Avrupa'yı da yakından etkilemiştir. Bununla beraber, dünya ekonomisi ancak ABD'nin hatırı sayılır çabaları, Asya'da gelişme gösteren Japonya ve bunun yanısıra gelişmekte olan Uzakdoğu ülkeleri ve Çin'deki ilerlemeler sayesinde 1993 yılında canlanma işaretleri verebilmiştir. Yani durgunluk özellikle Avrupa'da yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise bu dönemde artan oranlı gelişmelerine devam etmişlerdir.

Bu bağlamda, 1980'ler gelişmekte olan ülkelerde yaşanan dış borç bunalımı ile ifade edilirken, 1990'ların ilk yarısı gelişmiş ülkelerdeki borç bunalımı ile başlamış, ikinci yarısı da gelişmekte olan ülkeleri ve gelişmiş ülkelerin tümünü içine alan küresel krizlerle belirginleşmiştir. 1990'lı yılların ikinci yarısında Asya'da gelişmekte olan devler olarak tanımlanan, gelişmekte olan ülke statüsünde olan ve oldukça güvenilen Uzakdoğu ülkelerinde peşpeşe yaşanan ve "Asya Krizi" olarak tanımlanan finansal kriz etkili olmuş ve bu döneme damgasını vurmuştur. Küreselleşme kapsamında bu kriz tüm gelişmekte olan ülke statüsündeki ülkelerin ekonomilerini ve finansal sistemlerini etkilemiştir. Bu ülkelere kuşkuyla bakılmasına neden olmuştur. ABD, bu dönemde oldukça ısınan ekonomisini soğutmaya çalışmıştır. Doğu Bloku ülkeleri ise bu dönemde, yeni bir yönetim şeklini kabul



etmekle birlikte önceden oldukça zarar görmüş olan ekonomilerini düzeltmekle uğraşmışlardır. Avrupa Birliği Ülkeleri ise bölgeselleşme olarak adlandırılabilir ekonomik ve parasal birlik çalışmalarına hız vermiş ortak bir parasal sisteme geçerek ortak para birimi olan Euro'yu kullanmaya başlamıştır. Ancak ekonomisini ısıtmaya çalışan ve rekabetin artacağını bekleyen Avrupa Birliği Ülkeleri bu gelişmelerden beklenen sonucu elde edememiş ve hayal kırıklığına uğramıştır. En son bu birliğe katılmayı ülke genelinde yapılan oylamayla reddeden Danimarka'da bu sonucu tasdikler gibi olmuştur. Bu birliğin dışında kalan İngiltere ise fazla bir şey kaybetmemekle birlikte dünya genelinde yaşanan durgunluk nedeniyle fazla da bir kazanç sağlayamamıştır. Japon ekonomisi ise bu yıllarda Asya Krizi'nden oldukça büyük bir yara almış ve ciddi bir ekonomik durgunluk yaşamaya başlamıştır.

1990'lı yılların başlarından itibaren gelişmiş ülkelerde görülen ekonomik durgunluk ve işsizlik oranındaki artış nedeniyle büyüme hızları yetersiz hale gelmiş ve kamu maliyesi açısından daralan bütçe politikalarının ağırlık kazandığı görülmüştür. Bununla beraber tüm bu ülkelerde enflasyon oranları düşük seviyelerini korumuştur. Kuzey Amerika, Japonya ve Batı Avrupa, 1990'lı yılların başından itibaren peşpeşe daralma dönemlerine girmiş ve konjonktürlerinde değişimler meydana gelmiştir.

Bu bağlamda son 25-30 yıldaki küresel finans trendlerindeki gelişmelere bakmak faydalı olacaktır. Bunlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- a. Küresel tasarrufların yaklaşık %80'i gelişmiş ülkelerde, bunun üçte ikisi de sadece G-7 adı verilen önde gelen 7 büyük gelişmiş ülkede yaratılmaktadır. Bu ülkelerdeki ekonomik büyüme ve tasarrufa ilişkin karar ve yaklaşımlar finans piyasalarının küreselleşmesi kapsamında dünya yatırım finansman kaynakları üzerinde çok büyük bir etkiye sahiptir.
- b. Küresel tasarruf-yatırım dengelerinde son yirmi yılda önemli değişimler gözlemlenmiştir (i) Geleneksel olarak net kredi veren ülkeler konumunda büyük sanayileşmiş ülkeler (G-7) bulunmaktadır. (ii) Birinci petrol şokundan sonra G-7'in tasarrufları geniş ölçüde azalmış, petrol ihraç eden ülkelerin tasarruf fazlaları diğer ülkelerdeki (özellikle gelişmekte olan ülkeler) açıkların doğrudan veya dolaylı olarak finansmanında kullanılmıştır. (iii) 1980'lerde petrol ihraç eden ülkelerin fazlalıkları erimiş, buna karşılık G-7 ülkeleri net borçlu durumuna

düşmüşlerdir. Doğal bir sonuç olarak bu dönemde uluslararası finans seçenekleri daralmış bu da gelişmekte olan ülkelerin cari işlem açıklarını azaltmak zorunda kalmasıyla sonuçlanmıştır.⁸⁵

Anlaşıldığı üzere gelişmekte olan ülkelere fon akımını sınırlayan faktörlerin başında dünya ekonomisinin bugün içinde bulunduğu durgunluk ve tasarruflardaki yetersizlik gelmektedir. 1970'lerde gerek uluslararası kuruluşlar, gerekse özel bankalar gelişmekte olan ülkelere borç vermek için yeterli imkana sahipken ve bu amaçla birbirleriyle yarışırken 1990'ların sonlarına gelindiğinde daha temkinli hareket edilmesi ve sıkı bir kredi analizi yapılmaya başlanması dikkat çekmiştir. Özel sektör ve kamunun aşırı borçlanmaları gelişmiş ülkelerde borç deflasyonuna neden olmuştur. Bu da tasarruflara negatif bir etki etmiştir. Bir taraftan global tasarruf yetersizliği, diğer taraftan yükselen reel faiz oranları gelişmekte olan ülkelerin gerek duydukları dış fon kaynaklarını önemli ölçüde kısıtlamaktadır.

Tüm bu gelişmelerin sanki kısa bir özetini vermeye yardımcı olan bankacılık sektörü açısından duruma bakıldığında hemen hemen tüm dünya ama özellikle Avrupa ve Japonya'da banka bilançolarının ve faaliyetlerinin oldukça olumsuz etkilendiğini söylemek fazlasıyla mümkündür. Bundan daha kötü olan ise bu durumun devam edeceği yolunda alınan sinyallerdir.

1.1.1. Gelişmiş Ülkelerin Finansın Uluslararasılaşması Sürecinde Finansal Liberalizasyona Bakışları ve Stratejileri

Bütün gelişmiş ülkeler bir takım deregülasyon ve liberalizasyon hareketleri ile finansal sistemlerini daha da geliştirmeye, dışarı açılmaya ve etkin piyasa koşulları oluşturmaya çalışmaktadırlar.⁸⁶ Gelişmiş ülkelerin dışarıya yansıtılan görünümleri bu olmakla birlikte, aslında devlet kontrolünü azaltmayı çok fazla istemedikleri ve deregülasyon hareketlerine ilişkin çok ciddi bir adımlar atmadıkları belirtilmektedir. Bunun gerekçesi olarak da finansal sistem ve ekonomilerin dışa açıldıkları oranda olumsuzluklardan kolay etkilendikleri ve bu nedenle doğabilecek risklerden kaçınılmasının amaçlandığı gösterilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde de aslında devlet kontrolünün azaltılmadığı ve deregülasyon hareketlerine ilişkin çok ciddi bir adımın atılmadığına ilişkin en önemli sav olarak da en

⁸⁵ Aktan, s.46.

⁸⁶ Rybczynski, s.11.



dinamik ve en küresel endüstri alanları olarak kabul edilen telekomünikasyon ve finansal hizmetlerde bile, bu ülkelerin uluslararası piyasa baskılarına karşı kendilerini koruma altına almaları gösterilmektedir.⁸⁷ Değişen piyasa koşullarında ülkelerin bunu tam anlamıyla yapmalarına imkan tanımamaktadır. Bu anlamda yine gelişmiş ülkelerin ekonomilerinin bütünüyle bir açılma yoluna gittikleri söylenemez. Çünkü gelişmiş ülkeler reregülasyona gitmekte ve de deregülasyonu tercih etmemektedirler. Bu nedenle deregülasyon teriminin yanlış anlaşıldığı rahatlıkla söylenebilir.

İnsanlar deregülasyonu hem piyasada rekabetin artmasını sağlayan bir başlangıç (ki bu liberalizasyondur) hem de devlet kontrolünün ciddi olarak azaltılması veya tümüyle elimine edilmesi (ki bu deregülasyondur) anlamında kullanmaktadırlar. Ancak deregülasyondan bahsedilen bir çok durumda devletler liberalizasyonu aslında reregülasyon ile bağdaştırmışlar ve bunu da eski kuralların revize edilmesi ve yenilerinin oluşturulması anlamında kullanmışlardır.

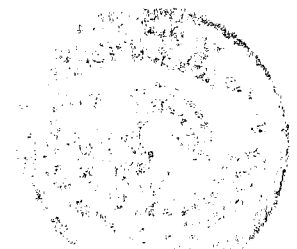
Bu anlamda liberalizasyondan söz etmek ancak reregülasyonlar ile mümkündür. Örnek vermek gerekirse, 1986 yılında İngiltere’de meydana gelen finansal alandaki krizde (Big Bang), British Stock Exchange hisse senedi işlemleri üzerinden alınan sabit komisyonları kaldırmış ve borsa üyeliklerine ilişkin revizyonlara gitmiştir. Bu arada hükümet Finansal Hizmetler Kanunu’nu imzalamış ve öncekinden daha karmaşık unsurlar taşıyan bir finansal sistem düzenlemesini kabul etmiştir. 1985’te ise Japanese Diet, Nippon Telegraph ve Telephone’u özelleştiren ve yurtiçi, yurtdışı ve mobil telefon şebekeleri arasında rekabet yaratan 3 yasayı kabul etmiştir.⁸⁸

1.1.2. Dünya Ekonomisinde Gelişmiş Ülkelerin Finansal Sistemlerinin Gelişim Süreci

Uluslararası finansal sistemin, bu alanda baskın ve öncü olan gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerine oldukça bağımlı olduğunu söylemek mümkündür. Her ülkenin ulusal finansal sisteminin 3 farklı evreden geçtiği kabul görmüş bir yaklaşımdır Bunlar; banka odaklı, piyasa odaklı, ve gelişmiş (güçlü) piyasa odaklı şeklindedir. Banka odaklı evrede; işlemler ağırlıklı olarak bankalar üzerinden yürütülmektedir. Belli başlı finansal araçlar kullanılmaktadır.

⁸⁷ Steven K. Vogel, *Freer Markets, More Rules Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*, London: Cornell University Press, 1996, s.2.

⁸⁸ Vogel, s.2-5.



Toplanan mevduatlar ağırlıklı olarak kısa vadeli kredi şeklinde plase edilmektedir. Likidite riskleri Merkez Bankalarının kontrolü altında kısa vadeli olarak giderilmektedir. Piyasa odaklı evrede; finansal mekanizma gelişir ve sermaye piyasalarının etkinliği ve diğer finansal araçların piyasada aktif olarak yer almaları söz konusu olur. Güçlü piyasa odaklı evrede; ise, sistemin mevcut yapısı gelişir ve büyür. Yeni finansal piyasalar (futures piyasalar gibi) oldukça aktif bir şekilde kullanılmaya başlanır. Uzmanlaşmalar ağırlık kazanır.⁸⁹

Bu tanımlamalar ışığında gelişmiş ülkelere şöyle bir bakmak faydalı olacaktır. Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere'nin ekonomileri incelendiğinde, bu ülkelerin finansal sistemlerinin endüstrileşme sürecinde şekillendiği ve ekonomilerinin de devletin herhangi bir yardımı olmadan, piyasa koşullarına bağlı olarak geliştiği görülmektedir. Bununla beraber diğer Avrupa ülkelerinin bir çoğunda ve hatta Japonya'da devletin yeni bir finansal sistem oluşturulması ve yapısal değişiklikler yapılması konusunda müdahaleci davrandığı görülmüştür. Bu ülkeler devletin ekonomik büyümeye yardımcı olacağını düşünmüşlerdir.

Bu bağlamda İngiltere'nin finansal sisteminin geçmişten günümüze gelişimi incelendiğinde 19. Yüzyılda banka odaklı bir sistemin hakim olduğu görülmektedir. Sermaye piyasaları gelişme göstermekle birlikte, bankalar, atılım içerisinde olan endüstriye rağmen işletme sermayelerini belirli bir sınırdaki tutacak şekilde hareket etmekteydiler. Ancak zamanla İngiltere'deki finansal sistem ciddi bir gelişme göstermiş ve ABD ile birlikte dünyanın en önde gelen finansal piyasalarından biri haline gelmiştir. Bu iki ülkenin finansal piyasalarının şu an için güçlü piyasa evresinde bulunduğunu söylemek mümkündür. Japonya ve diğer Batı Avrupa ülkelerinin de yine aynı şekilde atılım yaptıkları rahatlıkla söylenebilir.

Bununla beraber bu ülkelerde şu anda tahvil ve bono ihracı gibi yöntemler kullanılmaya başlanmış olsa da, banka odaklı anlayışın temelinde yatan banka kredisi kullanımları ağırlığını hala hissettirmektedir. Bu da bize şu önemli sonucu göstermektedir: Gelişmiş ülkeler her ne kadar gelişirlerse gelişsinler aslında kredi yoluyla dış kaynak yaratmaları halen ağırlığını hissettirmekte ve dönem dönem tahvil ihraçlarının önüne geçebilmektedir.

1.1.3. Gelişmiş Ülkelerin Dış Borca İhtiyaç Duymalarının Gerekleri

Gelişmiş ülkeleri borçlanmaya iten nedenleri yıllardan beri süre gelen teorik ve tecrübeye

⁸⁹ Rybczynski, s.3-10.



dayalı yaklaşımlarla şu şekilde belirtmek mümkündür:⁹⁰

- Dönemsel geçici bütçe açıkları,
- Bütçede yer alan cari gider ve gelirler arasındaki zaman farklılıkları,
- Olağanüstü giderlerin finansmanı
- Bazı büyük projelerin finansmanı
- Gelişim gösteren finans piyasalarındaki düşük faiz oranlarından yararlanmak.

Bu aşamada, Türkiye'nin liberalizasyon ve uluslararası finans piyasalarından kaynak teminine ilişkin iyi bir değerlendirme ve kıyaslama yapılmasını sağlamak amacıyla dünyanın en önde gelen gelişmiş ekonomilerinden birine sahip Japonya'nın ekonomisine, gelişim ve değişim sürecine, kaynak temin ve kullanım alanlarına kısaca bir göz atmak faydalı olacaktır.

1.2. GELİŞMİŞ BİR DÜNYA EKONOMİSİNE SAHİP JAPONYA VE GELİŞİM SÜRECİNDE FİNANSMAN STRATEJİSİ

1.2.1. Japonya Ekonomisine Genel Bakış

İkinci Dünya Savaşı sonrasında Japon ekonomisi oldukça kötü durumdaydı. Öylesine ki ekonominin genel durumu 30 yıl geriye gitmiş ve kişi başına düşen gelir ise 40 yıl önceki seviyelerine gerilemişti. 1953 yılına gelindiğinde ekonomi Amerikan yardımı ve askeri harcamalar nedeniyle ancak canlılık kazanabilmişti. Bu dönemde iki önemli gelişme dikkat çekmiştir. 1953'ten yaklaşık 20 yıl sonra Japonya etkileyici bir büyüme oranına (yıllık ortalama %9.3) erişmiştir. Bu büyüme oranı o dönemde tüm ülkelerinkinden daha yüksektir. Hatta en kötü dönemde bile bu oran Japonya için %4.5'in altına inmemiştir. Bu başarılı performansın temelinde yatan en belirgin etkenler de, yapılan yatırımların miktar ve kalitesidir.

Yine 1950'den 1980'li yılların başlarına kadar geçen sürede sabit yatırımların oranı %15'ten %35'e çıkmıştır.⁹¹ Bu dönemde Japonya yatırımlarını hükümet kontrolünde bakanlıklar

⁹⁰ Macit İnce, *Devlet Borçlanması*, AAİBF Yayını, Ankara 1976, s.53'ten; John F. DUE, *Government Finance Economics of Public Sector* Çevirisi, Çev:Ömer Faruk Batirel-Adnan Tezel *Kamu Maliyesinde Seçme Yazılar*, İ.I.T.İ.A. Yayın No:68, İstanbul 1976,s.233'ten; Memduh Yaşa, *Devlet Borçları*, Sermet Matbaası, İstanbul 1971, s.16'den, O.Nedim Zillioğlu, a.g.e., s.5'ten, Ahmet Erol, a.g.e., s.20.

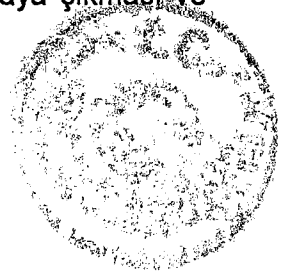
⁹¹ M.Okuda and Stephen James, "The Japanese Bond Market", *International Bond Markets*, Ed.d.h. Gowland, London: Routledge Publishing, 1991, s.51.

aracılığıyla yürütmüş ve yatırımlarını büyümeyi arttıracak belli alanlara yönlendirmiş ve de teşvik etmiştir. Makroekonomik politikalar açısından bakıldığında da kısa vadeli değil uzun vadeli bir büyüme ve gelişmenin hedeflendiğini rahatlıkla söylenebilir. Bu arada dönem dönem ortaya çıkan enflasyon tehlikesi ve zayıf düşen cari hesap dengesi ile uğraşılmak zorunda kalınsa da bunlarla başa çıkılabilmektedir. Genel anlamda mali politika yatırımların desteklenmesi şeklinde olmuştur. Bu bağlamda sabit yatırımlara vergi kolaylıkları sağlanmış ve hükümet altyapı harcamalarını sanayiye destekleyecek şekilde yerine getirmiştir. Bu arada merkez bankası da yatırımlara finansman sağlayan ana kaynaklar üzerinde kontrolünü sürdürmüştür.

1973-1974 yıllarında dünya ekonomisini derinden etkileyen ilk petrol krizinden Japonya'da payını fazlasıyla almış ve ekonomik performansı zarar görmüştür. Ancak ekonomik durumu hemen kabullenerek gerekli adımları atarak kendisini kısa sürede toplamış ve hatta o dönemde yine büyüme açısından diğer bir çok gelişmiş ülkenin büyüme oranının iki katı oranında büyüme göstermiştir.

1980'li yıllar boyunca Japon ekonomisi yine %4 oranında büyüme göstermiştir. Ancak bu dönemde de ikinci petrol krizi meydana gelmiştir ve dünya ekonomisi dolayısıyla Japon ekonomisi de resesyona girmiştir. Bu arada yen 1986 yılında oldukça değerlendirilmiş ve bu da sonuç olarak ekonomiye bir yavaşlama ve durgunluk getirmiştir. Petrol fiyatlarındaki düşüşe rağmen o dönemde büyüme %2.5 oranında gerçekleşmiştir. Yine aynı dönemde ciddi anlamda bir cari fazla elde edilmiş ve bu da uluslararası piyasalar açısından ciddi bir baskı ve tehdit unsuru olmuştur. Tüketim ve harcamayı teşvik edici şekilde yürütülen politikalara rağmen cari denge fazla vermeye devam etmiştir. Bu dönemde bölgeselleşme ve üretimin artması Japon firmaları için kurtarıcı etken olmuştur.

1980'li yılların sonlarına doğru tüketimin ve talebin oldukça fazla artış gösterdiği ve bununda enflasyonu körüklediği gözlemlenmiştir. Buna ek olarak Yen'in Amerikan doları karşısında değer kaybetmesi, %3 oranında katma değer vergisinin zorunlu kılınması ve de ithalatın artması gibi nedenlerle ortaya çıkan kötü şartlar çoğalmıştır. 1989 yılında tüketici oranları bir önceki yıla göre %3 oranında artış göstermiştir. Tüm bunlarla birlikte Japon ekonomisi bir belirsizlik içine sürüklenmeye başlar ve gelecekle ilgili ciddi şüpheler ortaya çıkar. Özellikle, başta bulunan Liberal Demokrat Hükümet'e ilişkin sorunların ortaya çıkması ve



Sosyalist Parti'nin seçimlerde galip gelmesi sonucunda bu kuşkular daha da belirginleşir.⁹²

Japon ekonomisi tüm bu durgunluk dönemlerinde diğer bölgelere nazaran istihdam yaratmayı sürdürmüştü ve yine bu bölgelere nazaran işsizlik oranını düşük seviyelerde tutmayı başarmıştır.⁹³ Japon hükümetinin, finansal piyasalarda balonun patlaması olarak tabir edilen, gelişme ve büyüme döneminin ardından gelen sıkıntılı dönemin reel ekonomi üzerinde oluşturabileceği kötü sonuçları engelleyebilmek için gereken tüm ekonomi politikası araçlarını doğru olarak belirlediği ve kullandığı söylenebilir ve kullanmıştır.

Uluslararası ortam, gelişmekte olan ülkelerin dolayısıyla Japonya'nın da ekonomisini, ekonomi politikasını ve de ülkelerin dünya ekonomisi içinde yer alış biçimlerini etkilemektedir. Bu açıdan, seksenli yıllar, giderek daha fazla ülkenin, mal ihracatını destekleyen politikaları izlemesi, liberalizasyon ve ithalat rejimlerini rasyonelleştirmesi, dışa açılma ve yabancı sermayeyi teşvik etmesi ile önemli bir değişikliğe sahne olmuştur. İhracata yönelik sanayileşme böylece genelleşmiş ve sistemli hale gelmiştir. Bu gelişme, Uzak Doğu'da ve Latin Amerika'da da hızla yayılmıştır.

2000 yılında Amerikan ve Euroland ekonomilerinde, güçlü bir büyüme ve gelişme yaşanırken, Japon ekonomisi içinde bulunduğu resesyondan tam anlamıyla çıkamamıştır. 1998 yılında %2.5 azalan Gayri Safi Milli Hasılası, 1999 yılında yurtiçindeki düşük tüketim nedeniyle sadece %0.2 büyüme göstermiştir. Japon ekonomisi 2000 yılında %1.5 büyüme göstermekle birlikte, 2001 yılına ilişkin beklentiler %0.7'yi geçmemektedir.⁹⁴

1.2.2. Japonya'nın Gelişim Sürecinde Finansman İhtiyacı ve Temini

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Japonya'da işletme dışı kaynaklar, hemen hemen tüm şirketler için finansmanın temel kaynağı olmuştur. Bir kaç şirket haricinde tüm firmalar işletme dışı kaynaklara başvurmaktaydılar. Özellikle banka kredileri en fazla talep gören finansman araçları olmuştur. Japonya'nın finansal liberalizasyonundan önce banka temelli bu sistem oldukça güzel çalışmıştır. Bunun yanısıra Japonya'da yürütülmekte olan "Ana Banka" (main bank) sistemi, Japonya'da şirketler için ödemek zorunda kaldıkları aracılık masraflarını düşüren önemli bir rol üstlenmiştir. Bu dönemde bankalardan kullanılan uzun

⁹² Okuda and James, ss.52-53.

⁹³ Henry Delessey-Dorvillius, "Gelişmiş Ülkeler: Endişe İçindeki Avrupa", 1994 *Ekonomisi*, E.Channey ve Diğerleri, Çev: Lerzan Özkale, İstanbul: İletişim Yayınları, 1994, s.22

⁹⁴ *Finansbank Yıllık Raporu-2000*, <http://finansbank.com.tr/english/hakkinda/faaliyet/faaliyet200.pdf>, s. 10.

vadeli krediler gelişimin temel kaynağını oluşturmuştur. Kullanılan tüm kredilerin sanayi ve yatırıma yönlendirilmesi amaçlanmış ve bunun için büyük çaba sarfedilmiştir.

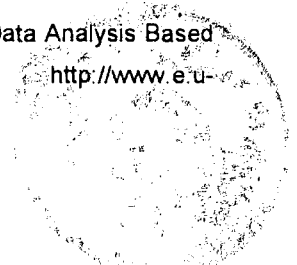
Uzun vadeli kredi veren bankalar ve Japan Development Bank (Japon Kalkınma Bankası) tarafından verilen kredilerin büyük ekonomik gelişmeye katkısı herkes tarafından kabul gören bir gerçek olmuştur. Konuya makroekonomik açıdan bakıldığında ise politik destekli olarak verilen uzun vadeli kaynaklar garanti altına alınmıştır. Verilen uzun vadeli krediler sermayenin güçlenmesine ve üretimin artmasına önemli bir dış kaynak sağlamışlardır. Hatta bu dönemde kısa vadeli ve uzun vadeli krediler arasında arbitraj imkanı doğmuştur.

Japan Development Bank tarafından verilen uzun vadeli kredilerin yanısıra yurtdışından kullanılan sendikasyon kredilerinin miktarı da artış göstermiştir. Hatta bir süre sonra yurtdışından kullanılan bu kredilerin oranı Japan Development Bank'tan kullanılan kredilerin oranından fazla olmuştur. Benzer şekilde bu dönemde kullanılan sendikasyon kredileri de sermaye yatırımlarına yönlendirilmeye çalışılmış ve sermaye yatırımlarında büyük artış görülmüştür. Bu dönemde Japonya'da bankaların bir kısmı da kısa vadeli kredi verme yolunu seçmişlerdir. Kredileri kısa vadelerle kullanarak sık sık yenilemeyi amaçlamışlar ve bu yaklaşımda kısa vadeli likidite sıkışıklığına bir çözüm oluşturmuştur.⁹⁵ Başka bir deyişle kısa vadeli krediler likidite sıkışıklıklarına bir çözüm sağlarken, uzun vadeli kredilerde şirketlerin orta ve uzun vadeli büyümelerinde ve yatırımlarında büyük katkıda bulunmuştur.

Bu bağlamda orta ve uzun vadeli krediler denildiğinde yurtdışından kullanılan uzun vadeli sendikasyon kredilerinin önemli katkısından bahsetmek faydalı olacaktır. Büyüme ve gelişme döneminde bu kredilerin dağılımı uygulanan hükümet politikası çerçevesinde uygun görülen alanlara aktarılmaya çalışılmış ve bu alanlara yatırım özendirilmiştir. Öte yandan kullanılan uzun vadeli krediler hükümetin uzun vadeli ekonomik programının önemli bir parçası olarak kabul edilmiştir. Bu anlamda finansal sistemin efektif çalışmasının büyük önemi olmuştur.⁹⁶ Uzun vadeli kredilerin özellikle yöneldiği alanlar hükümetin gelişim ve büyüme sürecinde önem verdiği noktalar olarak dikkat çekmiştir. Yurtiçi bankalar daha çok kısa vadeli krediler sağlamakla görevlendirilirken, yurtdışından sağlanan krediler tümüyle yatırım ve sanayiye yönlendirilmiştir.

⁹⁵ Ibid.

⁹⁶ Shin-ichi Fukuda ve Diğerleri, "Long Term Loans and Investment in Japan: An Empirical Data Analysis Based on the Panel Data of Japanese Firms", July 2000, <http://www.e-u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2000/2000cf80.pdf>, (15 Mart 2001)

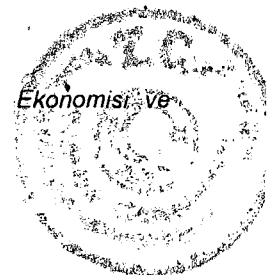


1980'li yılların ortalarında yaşanan finansal liberalizasyon Japonya'da uzun vadeli kredilerin yöneldiği alanlarda önemli değişikliğe yol açmıştır. Ancak bu noktada unutulmaması gereken bir konu her ülkenin yaşadığı liberalizasyonun bir diğerinkinden farklı olduğudur. 1980'li yılların ortalarına kadar uzun vadeli krediler yatırımları üzerinde oldukça olumlu bir etkiye sahip olmuşlardır. Daha önce de belirtildiği üzere ulusal bankalardan kullanılan krediler daha çok mevcut likidite sıkışıklığının bertaraf edilmesinde kullanılmıştır. Orta ve uzun vadeli krediler ise gelişim ve yatırım amaçlı odaklanmışlardır. Finansal liberalizasyonla birlikte uzun vadeli kredilerin bu etkisinde değişim görülmeye başlanmıştır. Çünkü devletin bu krediler üzerindeki kontrolü ve etkisi bir anlamda kalkmış ve kullanılan kredilerin hangi alana ve yatırıma yönlendirileceği piyasa mekanizması tarafından belirlenmeye başlamıştır.⁹⁷ Yüksek oranlı büyüme döneminde kullanılan kredilerin büyük kısmı fabrikalardan çok enerji ve şehir planlama ve geliştirme gibi altyapı odaklı sanayilere aktarılmıştır. Buna ek olarak yine kullanılan krediler iyi durumda olan bir kaç firmadan çok diğer gelişmeye çalışan firmalara aktarılmıştır. Çünkü diğer büyük firmaların bir şekilde zaten kredi kaynağı bulup bunu kullanabileceği ve yatırımlarına devam edebileceği düşünülmüştür. Böylece mevcut kredinin daha geniş bir tabana yayılması sağlanmaya çalışılmıştır.

Japon ekonomisinin 1990'lı yılların ikinci yarısında zarar görmesinin başlıca sebeplerinden biri Asya ülkelerinde yaşanan finansal krizdir. İhracata dayalı bir kalkınma modeli benimseyen bu ülkelere finansman kaynağı sağlarken iki nokta göz ardı edilmişti. Bunlardan birincisi yoğunlaşmanın tek bir bölge üzerinde yapılması ikincisi ise bu bölge ülkelerinin her an bir devalüasyon yaşama riskleriydi. Yaşanan bu kriz nedeniyle Japon bankalarının bu bölge ülkelere açmış oldukları kredilerin geri dönmemesi sebebiyle Japon ekonomisini çöküşün eşiğine getiren bir süreçte başlamıştır. Tüm bu gelişmeler ile birlikte Japon finansal sisteminin zayıflaması ise krizin tüm dünyada hissedilir hale gelmesine neden olmuştur. Yaşanan sıkıntı nedeniyle zor durumda kalan ve nakit sıkıntısı çeken Japon bankaları sahip oldukları yabancı aktifleri satmaya başlamışlardır. Japon finans kurumları yaklaşık 1trilyon ABD Doları tutarındaki ABD devlet iç borçlanma araçlarının dörtte birine sahiptirler.⁹⁸ Bu da yaşanan sıkıntının küresel açıdan büyük etkileri olabileceğinin kesin bir göstergesi olarak dikkat çekmektedir.

⁹⁷ Ibid.

⁹⁸ Murat Kayacan ve Diğerleri, İMKB Araştırma Müdürlüğü, *Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri*, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998, ss.5-13.



2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE ULUSLARARASI PARA PİYASALARINDAN KAYNAK TEMİNLERİNİN İRDELENMESİ

2.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE GENEL BAKIŞ

2.1.1. Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Genel Özellikleri

Dünya Bankası ekonomileri (ve dolayısıyla ülkeleri) yüksek gelirli ekonomiler, orta gelirli ekonomiler, ve düşük gelirli ekonomiler olarak 3 ana kategori altında toplamaktadır. Uluslararası Finans Kurumu (IFC) ise gelişmekte olan ülkelerde, sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak amacıyla önemli çalışmalarda bulunmakta ve de Dünya Bankası'nın sınıflandırmasının yanısıra piyasaları gelişmiş piyasalar ve gelişmekte olan piyasalar olarak 2 ana kategoride toplamaktadır. Yüksek gelirli ekonomileri gelişmiş (sanayileşmiş) piyasa, düşük ve orta gelirli ekonomileri ise gelişmekte olan piyasa olarak kabul etmektedir. Bu nedenle IFC'ye göre geri kalmış ve gelişmekte olan ülkelerin tümü gelişen (developing country, emerging market) olarak adlandırılmaktadır.⁹⁹

Gelişmekte olan ülkelerin tanımını, "Niteliği sanayileşme olan iktisadi kalkınmışlık aşamasına ulaşmamış, ulusal geliri ve bu yüzden de tasarruf düzeyi tam anlamıyla sanayileşmeyi gerçekleştirecek yatırımların finansmanına yetmeyen ülkeler" şeklinde yapmak mümkündür.¹⁰⁰

Yabancı sermayenin gittiği gelişmekte olan ülkelerin, kalkınma hızlarının yüksek olması rastlantı değildir. 2000'li yıllarda, Avrupa ülkelerinden çok daha hızlı büyümesi kuvvetle muhtemel gelişmekte olan ülkeler ortaya çıkmıştır. Yerine göre sağlanacak fayda nedeniyle, kültürel bağlar, dil, din, ırk benzerlikleri çok fazla dikkate alınmamakta ve arka plana atılmaktadır.¹⁰¹ Kültürel ve coğrafik farklılıklarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin aşağı yukarı ortak risk ve getiri özelliklerine sahip oldukları düşünülürse, bu ülkelere borç veren ve direk yatırımlarını götüren gelişmiş ülkelerin de, bir risk primi elde ettikleri söylenebilir.¹⁰²

⁹⁹ Hüseyin Dağlı, "Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri", *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*, Ankara: İMKB ve İktisat İşletme ve Finans Yayınları No:4, 1996, s.19.

¹⁰⁰ *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, 5.b., İstanbul: Dünya Yayınları, 1998, s.41.

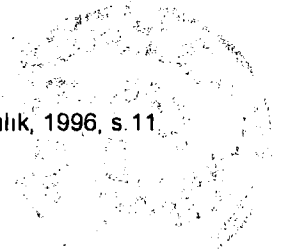
¹⁰¹ Ömer Esener, *Stratejik Ortaklıklar*, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s.112-113.

¹⁰² Michael J. Howell, "Emerging Markets, Risk Management and Analysis", *New Markets and Products*, Vol.2, Ed.by Carol Alexander, London: John Wiley&Sons Ltd., 1998, s.2.

Gelişmekte Olan ülkelerin ortak özellikleri aşağıdaki şekilde belirtilebilir:¹⁰³

1. Düşük Yaşam Standartları : Gelişmekte olan ülkelerde yaşam standartlarının düzeyi toplumun büyük kısmı için çok düşüktür ve bu ülkelerde gelir dağılımı dengesizliği de mevcuttur.
2. Düşük Verimlilik Düzeyi: Gelişmekte olan ülkeler düşük yaşam standartlarına ilaveten, düşük verimlilik düzeylerine de sahiptirler. Verimlilik sistematik olarak, çeşitli girdilerin verilen teknolojiyle, çıktıya dönüşme oranı olarak tanımlanabilir.
3. Yüksek Nüfus Artış Oranları ve Bağımlılık Sıkıntıları : Dünya nüfusunun $\frac{3}{4}$ 'den fazlası üçüncü dünya ülkelerinde geri kalan $\frac{1}{4}$ 'ten az kısmı ise gelişmiş ülkelerde yaşamaktadır. Bu iki ülke grubu arasında doğum ve ölüm oranları bakımından çok büyük farklılıklar vardır. Gelişmekte olan ülkelerde ortalama doğum oranları binde 50-30 arasında değişirken, bu oranlar gelişmiş ülkelerde binde 15-10 arasındadır.
4. Yüksek ve Artan Oranlı İşsizlik ve Eksik İstihdam Sorunları: Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından biri de işgücünün yetersiz ve kötü kullanılmasıdır. Bu kullanım iki şekilde olmaktadır; eksik istihdam ve işsizlik.
5. Tarım Ürünlerine ve İhracatta Belli Ürünlere Bağımlılık: Üçüncü dünya ülkelerinde nüfusun büyük kısmı kırsal kesimlerde yaşamakta ve çalışmaktadır. Bu oran gelişmekte olan ülkelerde %65 civarında, gelişmiş ülkelerde ise %27 dolaylarındadır. Az gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde tarım ürünlerinin büyük yer tutması nedeniyle, ülkelerin ihraç ürünlerini de sınırlı mal grupları oluşturmaktadır. Bu ülkelerin belli başlı ihraç ürünleri, tarım ürünleri, petrol, orman ürünleri ve hammaddelerdir.
6. Uluslararası İlişkilerde Bağımlılık: Az gelişmiş ülkelerin çoğu sahip oldukları olumsuz koşullar nedeniyle, zengin ülkelere ekonomik ve politik olarak bağımlı olmakta ve bu nedenle de çeşitli konularda kararlar verirken, bu ülkelerin baskılarına maruz kalmaktadırlar.
7. Borç Krizi: Tasarrufların düzeyinin düşük ve cari hesap ödemeleri açıkları düzeyinin yüksek olması, büyük borç miktarının ön önemli nedenleridir. Sürekli olarak borç alınması nedeniyle borçlar artarak ödenilemez hale gelmekte ve bu ülkelerin ekonomileri de bir dış borç krizine girmektedir.

¹⁰³ Suna Oksay, *Uluslararası Kalkınma Yardımı ve Örgütleri*, 1. b., Ankara:Ödül Tasarım Yayıncılık, 1996, s.11



2.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansın Uluslararasılaşması ve Finansal Entegrasyona Yaklaşımları

Gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelerin deregülasyon ve reregülasyon başlıkları altında dışa dönük olarak gerçekleştirdikleri reformlar, uluslararası finansı ve dolayısıyla küreselleşmeyi teşvik etmekte ve aynı zamanda da bundan fayda sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler entegrasyon sürecinde konuya ilişkin aktif çabaları ve pozitif yaklaşımları ile itici güç görevini üstlenmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin dünya ticaretine hızlı bir şekilde entegrasyonu, küresel finans piyasalarına entegrasyonu ile devam etmiştir. Küreselleşme ile birlikte liberal ticaret ve yatırım rejimi ticari alanda rekabeti daha zorunlu bir hale getirmiştir. Öte yandan, finansal alandaki uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu ve sermaye hareketleri geliştirmekte olan ülkelerde genel iktisat politikasının karmaşıklığını daha da artırmaktadır. Bu noktalar da küreselleşmenin geliştirmekte olan ülkeler açısından dezavantajları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin küresel finans piyasaları içerisinde giderek önemini arttırmasının bazı sebeplerini şu şekilde sıralamak mümkündür: Gelişmiş ülkelerdeki finansal sistem dinamiklerinin yavaşlaması, ekonomik büyüme perspektifinde yurtiçi finansal piyasalar ve uluslararası parasal anlaşmalarda meydana gelen değişimler, bunun beraberinde yeni uygulamalar ile birlikte gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeler arasında değişen ilişkiler, gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeler arasında fon akımlarını sağlayan sebepler, ve son olarak da dünyadaki finansal akımlar açısından değerlendirildiğinde geliştirmekte olan ülkelerin mevcut ve ileriye dönük pozisyonlarının taşıdığı önemdir.¹⁰⁴

Uluslararası finansal entegrasyon, esas itibariyle, önde gelen gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşmekle birlikte, bu konuda geliştirmekte olan ülkelerde de önemli adımlar atılmaktadır. Örneğin, 1980'li yıllardan sonra ivme kazanan liberalizasyon hareketlerinde, özellikle bazı Asya ülkelerinin başı çektiği (G. Kore, Singapur, Hong Kong, Malezya, Endonezya, gibi) ve bu anlamda uluslararası fon hareketlerinden önemli pay aldıkları görülmüştür.

Piyasalar geliştikçe ve toplam maliyetler arttıkça bir çok şirket kurumsallaşma ve halka açılma yolunu seçmeye başlamıştır. 1990'lı yıllar, bir çok geliştirmekte olan ülkede finansal liberalizasyon ve kurumsal finansman açısından önemli bir yere sahip olmuştur. Bu

¹⁰⁴ T.M. Rybczynski, "The Internationalization of the Financial System and the Developing Countries" *World Bank Staff Working Papers*, No:788, Washington:The World Bank, 1986,s.1.



anlamda bir çok hukuki düzenleme yapılmıştır. Öncelikle, finansal liberalizasyon borç ve ödemeler dengesi krizleriyle ve/veya finansman kaynaklarına ilişkin soru işaretleri nedeniyle yapılmıştır. İkinci olarak, yöneticiler devlet bankalarının ekonomi üzerindeki etkilerini ve rollerini sınırlama yoluna gitmişlerdir. Bu da daha özgür bir kurumsal finansman, kredibilitesi yüksek şirketler ve bilinçli müşteri tabanı oluşturmuştur. Üçüncü olarak, finansal liberalizasyonu ticaret alanındaki liberalizasyon takip etmiştir. Dördüncü olarak, ortak muhasebe standartları kabul edilmiştir. Beşinci olarak da yeni finansal araçlar kullanılmaya başlanmıştır.¹⁰⁵

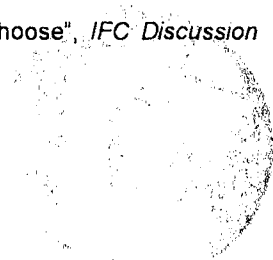
Finansın uluslararasılaşması yönünden konuyu ele aldığımızda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birlikte önemli adımlar atmakta olduklarını söylemek mümkün olmakla birlikte, aynı şeyi finansal piyasaların entegrasyonu açısından söylemek mümkün değildir.¹⁰⁶ Çünkü, finansın uluslararasılaşması ve finansal piyasaların entegrasyonu kavramları birbirlerinden farklı olgulara refere etmektedirler. Finansın uluslararasılaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin, gerekse finansal piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafya sınırlamasına tabi olmadan, kendileri için daha uygun olan mekanlarda işlem yapmasını ifade ederken; finansal piyasaların entegrasyonu, değişik ülke finansal piyasalarında yer alan getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkların ortadan kalkmasını açıklamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin hala bir çok yapısal sorunu çözememiş olmaları ve uygulanan politikalarda tam istikrar sağlayamamaları nedeniyle, uluslararası finansal entegrasyona katılmaları daha zaman alıcı olmaktadır. Bununla beraber, uluslararası finansal entegrasyona katılma düzeyi bakımından, gelişmekte olan ülkelerin kendi aralarında da önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılık, ilgili ülkelerin politik ve ekonomik durumlarına göre değişmektedir. Uluslararası finansal sistemde etkin bir yer alabilmek için, gelişmekte olan ülkelerin yapması gereken, öncelikli olarak politik ve ekonomik altyapı sorunlarını çözmek, finansal piyasaların etkin çalışmasını sağlamak ve ülkeler arasındaki işbirliği çalışmalarına katılmaktır.

Gelişmişlik düzeylerindeki bu dengesizlik Güneydoğu Asya ve Afrika ülkeleri kıyaslandığında daha net olarak ortaya çıkmaktadır. Uzak Doğu ülkelerinin dünya ticaretine

¹⁰⁵ Jack Glen ve Brian Pinto, "Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose", *IFC Discussion Papers No.22*, Washington: The World Bank, 1994, s.29.

¹⁰⁶ Alp, s.77.



ve finansal piyasalarına entegrasyonu hızlı ve devamlı bir gelişme gösterirken, Afrika ülkelerindeki gelişmeler bunun tersi bir seyir izlemiştir.¹⁰⁷ 1991-1994 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giriş yapan özel sermaye, düşük gelirli Çin ve Hindistan'a ek olarak orta gelirli Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde de yığılma göstermiştir.¹⁰⁸

Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisinde artan oranda entegrasyonu hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde uzun vadede refah seviyesinin artışı da ifade eder. Gelişmekte olan ülkeler dünya ekonomisine entegrasyonda başarılı olmak zorundadır. Çünkü dünya ekonomisine başarılı entegre olan, yani politikalarını ve yapılarını hızlı bir şekilde dışa açık büyümeye göre yönlendiren, reformları gerçekleştiren ülkeler, hiç kuşkusuz, küreselleşmenin avantajlarından en iyi şekilde yararlanan ülkeler olacaklardır.¹⁰⁹

Bunun yanısıra, hem getiri hem de maliyet açısından bakıldığında gelişmekte olan ülkeler arasında bir finansal piyasa entegrasyonundan söz etmek mümkün olsa da, aynı durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler söz konusu olduğunda mümkün değildir. Başka bir deyişle, yatay entegrasyon mümkünken dikey anlamda entegrasyon kolay gerçekleşmemektedir. Çünkü getiri/fon maliyeti oranları açısından bakıldığında gelişmiş ülkelerdeki gerçekleşen oranlar ile gelişmekte olan ülkelerdeki gerçekleşen oranlar arasında ciddi farklılıklar bulunmaktadır.

Ticaret hacimleri incelendiğinde, dünya ekonomisinde giderek artan entegrasyondan, pek çok gelişmekte olan ülkenin gayet iyi yararlandığı görülmektedir. WTO'ya (World Trade Organization) göre, 1997'de dünyanın en büyük 30 ihracatçısı arasında 11 gelişmekte olan ülke bulunmaktadır. (Hong Kong, Çin, Güney Kore, Singapur, Tayvan, Meksika, Malezya, Tayland, Suudi Arabistan, Endonezya ve Brezilya). Avrupa Birliği tek bir varlık olarak değerlendirildiğinde, listeye sekiz gelişmekte olan ülke (Hindistan, Güney Afrika, Birleşik Arap Emirlikleri, Türkiye Arjantin, Filipinler, Venezuela ve İsrail) daha girmektedir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'ne (OECD) göre dünyada dolaysız yabancı yatırım (DYY) girişinin en yüksek olduğu 20 ülke arasında yedi gelişmekte olan ülke de (Çin, Meksika, Malezya, Singapur, Arjantin, Brezilya ve Endonezya) bulunmaktadır.¹¹⁰

¹⁰⁷ Birinci, ss.54-55.

¹⁰⁸ Z. Qureshi, *Globalisierung: Neue Chancen, grosse Herausforderungen*, in: *Finanzierung und Entwicklung*, Maerz 1996, s.31.'den Yüksel Birinci, "Globalleşme ve İktisat Politikası," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi* (Yıl. 34, Ekim 1997), No.10, s.55.

¹⁰⁹ Ibid, ss.55-56.

¹¹⁰ Dani Rodrik, *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler*, çev:Sultan Gül, İstanbul: Sabah Kitapçılık San., 2000, s.74.



2.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN YURTDIŞI KAYNAK TEMİNLERİ

2.2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borca İhtiyaç Duymalarının Gereklere

Dünyadaki kaynakların, tüm ülkeler arasında eşit dağılımı söz konusu olmadığından, kalkınma farklılıkları, kaynak gereksinimlerinin iç kaynaklardan sağlanamaması ve dış kaynakların devreye girmesi gibi durumlar ortaya çıkmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, sermaye, teknoloji ve nitelikli insan gücü yetersizlikleri sebebiyle, dış kaynak aramak zorunda kalmaktadırlar. Bu ihtiyaçlarda yurtdışından borç ve yardımlarla karşılanmaya çalışılmaktadır.¹¹¹

Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma nedenleri ise gelişmiş ülkelerinkinden biraz farklılık göstermektedir. Bu nedenler, aşağıdaki şekilde belirtilebilir:¹¹²

- Yeterli sermaye birikimi olmayışı ve bunu karşılamak için yurtiçi tasarrufların yetersiz kalması,
- Sanayileşme ve kalkınma çaba ve girişimlerinin büyük finansman gerektirmesi,
- Sanayi yapısının girdileri açısından dışa bağımlı olması,
- Dünyadaki bilimsel ve teknolojik yenilik, birikim ve bilginin gelişmiş ülkelerin tekelinde bulunması,
- Yeterli eğitim düzeyine ulaşamamış olması ve bilgi birikimi eksikliği,
- Yıllar itibarıyla devam eden bütçe açıkları,
- Demokratik bir yönetimin tam anlamıyla oluşturulamaması ve yönetimdekilerin basiretsizlikleri,
- Yüksek miktarda savunma ve askeriyeyle ait harcamalar,
- Yeterli hammadde ve aramalı bulunmaması ve doğal kaynakların yetersiz kalması,
- Coğrafi koşulların olumsuzluğu,
- Finansal piyasalardaki yeni finansal çözümlerin borçlanmayı çekici bir araç durumuna getirmesi,
- Gelişmiş ve siyasal anlamda güçlü ülkelerin bu tür ülkelerin kendilerine

¹¹¹ Ahmet Erol, "Ekonomik Açılımlar Açısından Türkiye'de Devlet Borçları", Ankara: Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No:1992/324, 1992, s. 83

¹¹² Macit İnce, *Devlet Borçlanması*, AAİBF Yayını, Ankara 1976, s.53'ten; John F. DUE, *Government Finance Economics of Public Sector*, Çevirisi, Çev.Ömer Faruk Batirel-Adnan Tezel, *Kamu Maliyesinde Seçme Yazılar*, İ.İ.T.İ.A. Yayın No:68, İstanbul 1976,s.233'ten; Memduh Yaşa, *Devlet Borçları*, Sermet Matbaası, İstanbul 1971, s.16'den, O.Nedim Zillioğlu, a.g.e., s.5'ten, Ahmet Erol, a.g.e.,s.20-21.



bağımlılıkların sağlamak açısından borçlanmalarını istemeleri ve o yönde bir siyaset yürütmeleri,

- Dış ticaret ve ödemeler dengesindeki süregelen açık, döviz girdilerinin yeterli olmaması.

2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansman İhtiyacı ve Yurtdışından Kaynak Temini

Borcun azaltılması (borç deflasyonu) sürecinde bankaların kredi verme istek ve imkanlarının azalması sonucu, şirketlerin borç yükünü azaltmak ve likidite sıkıntısını bertaraf edebilmek amacıyla stok ve mali varlıklarını zorunlu olarak ellerinden çıkarmaları gündeme gelir. Bu da gelirlerin ve varlık fiyatlarının daha da düşmesi anlamına gelir ki aynı zamanda ekonomik ve finansal alanda durgunluğun daha da uzaması demektir. Bugün büyük sanayileşmiş ülkelerde özel sektör büyümenin itici gücü başka bir deyişle dinamosu olma niteliğini ve ekonomideki baskın gücünü bu anlamda kaybetmiştir.¹¹³ Tüm bunlar dikkate alındığında küresel ekonominin bir çıkmaz içine sürüklendiği rahatlıkla söylenebilmektedir.

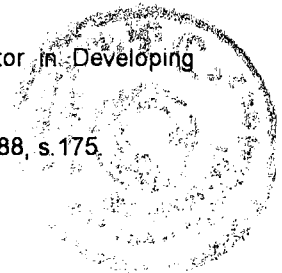
Şirketler, temelde 3 finansman kaynağına sahiptirler. Bunlar: iç kaynaklar (dağıtılmayan karlar, ve amortisman), krediler ve sermaye piyasalarından tahvil ve hisse senedi formunda elde edilen fonlardır. Bu konuyla ilgili geniş bir yelpaze söz konusu olmakla birlikte kurum içi kaynaklardan finansman sağlanması (otofinansman) gelişmiş olan ülkelerde oldukça tercih edilen bir yoldur. Otofinsman yönteminin tercih edilme oranı Hindistan ve Kore gibi ülkelerde 1/3 iken (Türkiye açısından bir miktar daha fazladır), bu oran Almanya, Japonya, Amerika ve İngiltere gibi ülkelerde 2/3 civarındadır.¹¹⁴

Ülke ekonomisi dışa ne oranda açıksa, dünyadaki olaylardan etkilenme oranı da o derece fazladır. Çünkü dış ticaret GSYİH'nın oldukça yüksek bir kısmını oluşturmakta ve de ülke büyümesinde ihracat artışının payı yadsınamayacak kadar büyük olmaktadır. Bir ülkede dış ticarete ve finansal işlemlerde kontrol ve koruma ne kadar az ise yurtdışı piyasalardaki değişimlerin iç piyasaya etkisi ve entegrasyonu da o derecede hızlı olmaktadır.¹¹⁵ Dışa açık büyümeyi tercih eden sınai mamül ihracatçısı gelişmekte olan ülkelerde çok uluslu şirketler

¹¹³ Okan Aktan, "Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmiş ve Geleceği", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, (Yıl:8, Haziran 1993), No.87, ss:44-45.

¹¹⁴ International Finance Corporation Economics Dept., "Prospects for the Business Sector in Developing Countries", *IFC Discussion Papers*, No:3, Washington DC: The World Bank, 1989, s.21.

¹¹⁵ Gülten Kazgan, *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, 2.Baskı, İstanbul:Altın Kitaplar Matbaası, 1988, s.175.



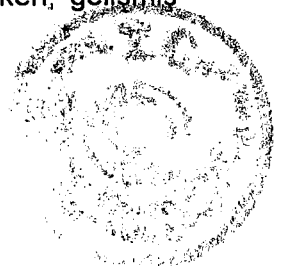
tarafından meydana getirilen sermaye hareketleri, batı ülkeleri tarafından da rağbet görmüş ve bir dışa açılma yolu olarak kabul edilmiştir. Bunun yanısıra yurtdışından kullanılan krediler de gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşırlar ve hem borcu veren hem de borcu alan ülkenin dışa açıklık derecesini artırırılar. Küreselleşme ve bölgeselleşme olguları altında meydana gelen birlikler ve oluşumlar uluslararası çok taraflı kurumlaşma (Worldbank, IMF, IDA, IFC ve bölgesel kalkınma bankaları vb.gibi) sürecini de beraberinde getirmekte ve böylece uluslararası bir finansman ağı oluşturmaktadırlar. Kurulan finansman ağı fon fazlası olan gelişmiş ülkelerin bu fonlarını kredi verme yoluyla değerlendirmelerine imkan yaratmaktadır.¹¹⁶

Gelişmekte olan ülkelerde, otofinansman oranının düşük olmasının sebeplerinden bazıları; içsel kaynaklardan daha yüksek finansman gerektiren hızlı büyüme, şirketlerin düşük kar oranları veya hükümetin karpayı dağıtımlarına ilişkin olarak tutumları olarak açıklanabilir. Gelişmekte olan ülkeler açısından daha fazla önem taşımakla birlikte, hem gelişmekte olan ülkeler hem de gelişmiş ülkeler açısından baktığımızda en önemli dışsal finansman kaynağının kredi kullanımı olduğunu görmekteyiz. Ancak kullanım amaçları ve alanları farklılık arz etmektedir. Bir çok gelişmekte olan ülke de ticari bankalar ve yatırım bankaları kredi finansmanının ana kaynakları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun yanısıra bazı ülkelerde banka dışı kesimden kredi kuruluşları da ön plana çıkmıştır.

Borcun borçla finansmanının katlanan bir faiz yükü getirdiği dikkate alındığında gelişmekte olan ülkelerin borç yaratmayan sermaye akımlarına yönelmeleri en olumlu sonuç olarak dikkat çekmiştir. Fakat genel olarak gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğu için doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası tahvil piyasalarından yararlanma olanağı bulunmamaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler açısından yurtiçi tasarrufların yetersizliği sağlıklı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin önündeki büyük engellerden birini oluşturmaktadır. Bu açığı kapatmak için, yurtiçi kaynaklara göre bir çok açıdan uygun şartlar içeren dış kaynaklara başvurulması gelişmekte olan ülkeler için olduğu kadar gelişmiş ülkeler için de tercih edilen bir yol olmaktadır. Gerek duyulan dış finansman ise küresel ekonominin içinde bulunduğu ekonomik durumla oldukça yakından ilgilidir. Borçlu gelişmekte olan ülkeler bu dönemde dış borç bunalımının neden olduğu güçlüklerin üstesinden gelmeye çalışırken, gelişmiş

¹¹⁶ Ibid., ss.152-166.



ülkelerin bir kısmında da bir çok alanda (özel sektör, kurumsal, bireysel, mali kurumlar ve kamu) borcun arttığı gözlemlenmiştir.

Dış kaynak ihtiyacının saptanması için dış açığın saptanması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelere sağlanan dış kaynakların, kullanan ülkeler açısından üretim sağlanabilecek alanlara yatırılması ve bu kaynaklardan elde edilen faydaların maksimuma çıkarılabilmesi için kaynakların elde edilme koşulları büyük önem taşımaktadır. Çünkü kredi koşulları uygun olmadığı takdirde kredilerin belli projelere aktarılması ve onlardan elde edilmesi beklenen katma değer sağlanamaz.

2.2.3. Yurtdışından Uzun Vadeli Finansman Sağlanması ve de Borcun Borçla Finansmanı

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin gelişmesinde dış kaynak denildiğinde uzun vadeli kredi akla gelir ve özellikle uzun vadeli kalkınma kredileri büyük önem taşır. Bu tür krediler bir yandan büyük yatırım projelerinin gerçekleştirilmesine katkıda bulunurlarken diğer taraftan da alt yapı ve sınai kapasitenin genişletilmesini sağlarlar.¹¹⁷ Bu tür krediler cari dış ödeme sorunları ve likidite sıkışıklığı çözümlerinde kullanılırlarsa, krediyi kullanan ülke uzun vadede büyük darboğaz ile karşı karşıya kalacaktır. Bunun yanısıra kredinin kullanım koşulları da büyük önem taşımaktadır. Yani faiz ve vade konusunda sıkı pazarlıklar yapılması gerekir.

Bu bağlamda, ekonomik kalkınma amaçlarını gerçekleştirebilmeleri ve toplumsal refahlarını artırıp, toplumdaki bireylere daha iyi yaşam koşulları sunabilmeleri açısından gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak ihtiyaçları her yıl biraz daha artış göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler yurtiçi tasarruflarının yetersiz olması ve de dış borç ödeme imkanlarının sınırlı olması nedeniyle yurtdışında kaynağa ihtiyaç duymaya devam etmekte ve bir anlamda borcun borçla ödenmesi gündeme gelmektedir.¹¹⁸

Finansal sektörün geliştirilmesi ve ileriye götürülmesi, 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkeler için hala tamamlanamamış bir unsur ve hedefti. Bir çok ülkede uzun vadeli finansman sağlanması konusunda ciddi problemler yaşanmaktaydı. Şirketler buna ya uzun vadeli projelerini kısa vadeli kaynaklarla fonlayarak, veya yatırımlarını tamamlamayıp veya

¹¹⁷ Erol Manisalı, Gelişme Ekonomisi, İstanbul Üniversitesi Yayınları No:2042, İstanbul:1975,s.153.

¹¹⁸ O. Nedim Zillioğlu, Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Sorunu, Eskişehir:T.C.Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:60, 1984, ss.4-5.

yarıda keserek tepki vermekteydiler.¹¹⁹ Finansmanın makul maliyetlerle sağlanamadığı bu tip ülkelerde, yatırımlar yapılamamış, ekonomik aktiviteler yavaşlamış, hatta durmuş, sanayileşme ve iş hayatı gerilemiştir. Hatta kendisini içsel fonlarla finanse eden bir çok işkolu bile piyasayı durgunluğa sokan bu yavaş yatırım ve büyüme döngüsünden kendisini kurtaramamıştır. Bu problemler yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranlarına sahip ülkelerde daha da kötüye gitmiştir.

Genel olarak gelişmekte olan ülkeler dikkate alındığında Latin Amerika ülkeleri riskli, Asya ülkeleri ise daha istikrarlı olarak görülmektedir. Türkiye'nin ise gelişmekte olan ülkeler arasında oldukça riskli bir konumda olduğunu belirtmek mümkündür.¹²⁰Gelişmekte olan ülkelerin sayısı borçlanma anlamında giderek artan bir trend göstermiştir. "The Exotics" olarak tanımlanan ve yüksek risk taşıyan borçlanıcılar özellikle 1994-1995 yıllarında atağa kalkmış ve gelişmekte olan ülke piyasalarının olgunlaşması da bu dönemle birlikte başlamıştır. Mısır, Bulgaristan, Kamboçya, Estonya, Endonezya, Laos, Lübnan, Kuzey Kore, Slovenya, Güney Afrika ve Vietnam bu dönemde bu piyasaya yeni katılımcılar olmuşlar ve daha önceden piyasada borçlanıcı olarak bulunan Ürdün, Fas, Polonya, Türkiye, Arjantin, Meksika ve Brezilya'nın yanında yerlerini almışlardır.¹²¹

Borcun borçla finansmanı, en büyük açmazları yaratan etkenlerden biridir. Kısa vadeli hareket etmek, likidite sıkışıklığına ilişkin çözümler üretirken uzun vadeyi gözden kaçırmak ve önemli yapısal ve stratejik çözümler üretmeye engel olmaktadır. Halbuki gözden kaçırılan en önemli noktalardan biri ekonomik durgunluktan çıkışın ancak uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesiyle mümkün olabileceğidir. Böylece kısa vadeli borçların getirdiği yük azalacak kullanılan uzun vadeli krediler ile kalıcı yatırımlar yapılacak, sermaye daha geniş bir alana yayılabilecek, sanayi yatırımları hız kazanabilecektir.

¹¹⁹ IFC Economics Dept., "Prospects for the Business Sector in Developing Countries", Discussion Paper No.3, Washington DC: The World Bank, 1989, s.21.

¹²⁰ Dağlı, s.29.

¹²¹ Ross P. Buckley, *Emerging Markets Debt*, London: Kluwer Law International Publishing, 1999- s.166.



3. SENDİKASYON KREDİLERİNİN DÜNYA EKONOMİSİ AÇISINDAN BİR FİNANSMAN ARACI OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ VE ULUSLARARASI SENDİKASYON KREDİSİ PİYASALARI

3.1. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER AÇISINDAN SENDİKASYON KREDİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Hernekadar ülke olarak gelişmiş, sanayileşmiş, yeni finansal araçlar üretmiş ve kullanmış olsalar da, Avrupa, Kuzey Amerika ve Japon borçlanıcılar için, içerebileceği tüm ağır şartlara rağmen sendikasyon kredileri halen hatırı sayılır bir kaç finansman kaynağından biri konumundadır. Gelişmiş ülkelerin sendikasyon kredisi düzenli bir şekilde devam ederken, gelişmekte olan ülkelerin performanslarında düşüş yaşanmıştır. Bunun en büyük sebebi ise, daha önce de belirtildiği üzere, küreselleşen dünyada gelişmekte olan ülkelerin herhangi birinde yaşanan finansal krizin, çok kısa bir sürede diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkiler hale gelmesidir.

Gelişmekte olan ülkelere kullandırılan sendikasyon kredilerinin genel özelliği de yüksek fiyatlama ve kısa vadeler içermeleridir. Bu nedenle bankalar ülke riskini azaltan veya yok eden borçlanma yapıları oluşturmaya çalışmaktadırlar. 1990'lı yılların sonlarına doğru gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal krizler sonucunda, bankalar en çok gelişmekte olan piyasaların, ihraç etmiş oldukları tahvillerden zarara uğramışlardır.

Uzmanlar tarafından, yatırım yapılabilir şeklinde derece almış gelişmekte olan ülkelere yerleşik müşterilerin, sendikasyon kredisini tüm olumsuz şartlara rağmen bir şekilde kullanabilecekleri belirtilmektedir. Bunun savunması olarak da 4 unsur üzerinde durulmaktadır. Öncelikle hükümetlerin yani kamu kuruluşlarının kredi işlemlerini bir şekilde yerine getirebilecekleri ve anlaşmalarını yapabilecekleri belirtilmektedir. İkinci olarak; ülkelerin önde gelen bankalarının yurtdışında bulunan muhabir bankaları yardımıyla ilişkilerini yürütebilecekleri, üçüncü olarak da önde gelen şirketlerin kredi kullanma potansiyellerinin olduğu ve son olarak da çokuluslu şirketlerin yurtiçi piyasa işlemleri için proje finansmanı ve kredileri yardımıyla bir şekilde sendikasyon kredilerini kullanabilecekleri üzerinde durulmaktadır.¹²²

¹²² Michael Peterson, s.5.



Gelişmekte olan ülkeler, sendikasyon kredisi açısından en önemli piyasalardan biridir. Çünkü gelişmekte olan ülkeler sendikasyon kredisi piyasasından diğer uzun vadeli finansman araçlarının yer aldığı piyasalar ile kıyaslandığında daha rahat, kolay ve uygun şartlarla borçlanabilmektedirler. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin belirgin özelliklerinden biri de yine burada gözümüze çarpmaktadır. Bu tür ülkelerde maalesef üretim ve yatırım miktarları çok düşük olup, kendilerini ancak borçla finanse edebilmektedirler. Vadesi dolan kredilerini de yine ancak yeni bir borçla finanse edebilmektedirler ve böylece borcun borçla finansmanı söz konusu olmaktadır. Bu kısır döngü bu şekilde gitmekte, doğal olarak gelişmekte olan ülkelerin cari dengeleri bozulmaya devam etmekte ve açıkları artmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde yerleşik borçlular dikkate alındığında geçmiş yıllara nazaran sendikasyon kredisi işlemlerinin içeriğinin genişlediğini ve kullanılan kredilerin vadelerinin uzadığını söylemek mümkündür. Öyle ki 5 hatta 7 yıllık vadeli krediler gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılabilmiştir.¹²³ Gelişmekte olan piyasalar, bankaları ve kuruluşları açısından denetimlerini, muhasebe sistemlerini ve açıklık ilkelerini oldukça geliştirmiş ve kuvvetlendirmişlerdir. Bununla beraber yine de tüm bu kavramlar açısından gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler açısından büyük farklılıklar bulunmaktadır. Bu durum en iyi Asya Krizi sırasında gözlemlenmiştir.

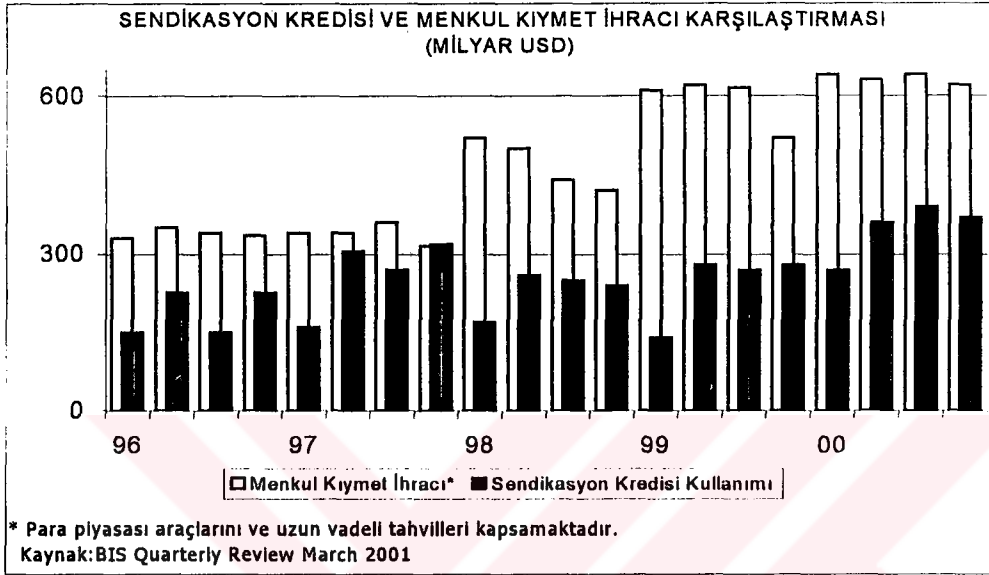
Yapılan araştırmalar göstermiştir ki beklenenin aksine sendikasyon kredileri üzerindeki spreadler, uluslararası tahviller üzerindeki spreadlere nazaran çok az farklılık göstermektedir. Bu da akıllara kredi veren bankaların ülke ve kredi riskine ilişkin iyi bir analiz yapıp yapmadıklarına dair soru işaretleri getirmektedir. Örneğin Japonya'daki bir dönem düşük faiz oranlarının, gelişmekte olan ülke borçlanmalarına yaratabileceği imkanlar açısından, Japon bankalarının iştahlarını kabarttığını söylemek mümkündür. Bunun yanısıra, ekonomik birleşme nedeniyle, Avrupa'da tek bir piyasanın yer alması sonucunda artan rekabetin yurtiçi işlemlere ilişkin marjnlere zarar verdiği ve ikinci sınıf Avrupa bankalarını elde edebilecekleri getiri nedeniyle Asya'daki finansal piyasalara yönelmeleri konusunda teşvik ettiği gözlemlenmektedir.

Bunun yanısıra sendikasyon kredileri üzerinde yer alan spreadlerin ilgili ülkenin veya kuruluşun risklerinden doğan bir güvensizliğin sonucu olarak yüksek olabileceği gözlemlenmektedir. Tüm bu noktalar, soru işaretleri doğurmakta ve gelişmekte olan ülke

¹²³ Pavey, s.3.



piyasalarına verilen borçlara ilişkin sağlıklı ve objektif analiz ve araştırmalar yapılmasını gerektirmektedir. Aşağıdaki Grafik 1'den de anlaşılacağı üzere, son yıllarda sendikasyon kredisi kullanımları tüm dünya genelinde diğer menkul kıymet ihraçları ile bazı dönemlerde neredeyse başabaş seyretmiş ve pastadan önemli bir pay kapmıştır.



Grafik 1. Sendikasyon Kredileri ve Menkul Kıymet İhracı Karşılaştırması

3.1.1. Gelişmekte Olan Ükelere Sağlanan Sendikasyon Kredilerinde Risklerin Önemi ve Risk Primleri

Gelişmekte olan piyasalara borç verme işlemi genelde bankalar tarafında yapılmaktadır. Çünkü bankalar borç vermenin beraberinde getireceği bir grup riskten "finansal güvenlik ağı" yoluyla korunabilmektedirler. Uluslararası kredi kullandırmalarında karşılaşılabilecek risklerin vurgulanması 1980'li yılların ortalarında başlamıştır. Uluslararası sendikasyon kredilerine ilişkin olarak risk primleri merkez bankalarının ve hükümetlerin bu işlemlere ilişkin olarak sağladıkları iç ve dış sigortalar nedeniyle daha düşüktür. Bu bağlamda borç verenlerin ve alanların bir anlamda sağlanan sigortalar nedeniyle kredi işlemlerini tercih etmeye teşvik edilmeleri akademisyenler ve profesyoneller tarafından tartışılan konular olmuştur.

Kısa vadeli borçlar, kredi veren banka ve kurumlar için, sendikasyon kredisi kullanılması sürecindeki incelemelerde önemli bir göstregedirler. Bunun yanısıra kredi kullanacak olan kuruluşun daha önceki borçlarını ödeme durumu, borç servis oranı da büyük önem taşımaktadır. Uluslararası bankacılar kredi verirken ister kamu sektörü ister özel sektör olsun borçlunun kısa vadeli borçlarını büyük ilgi gösterip incelemektedirler. Daha önceki

kısa vadeli borçlarını ödeme yeterliğine bakarlar. Bu endikatörler özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşımaktadır. Kullanılan kredilerin başarıyla geri ödenmesi kredi verenlerin bu ülke veya kuruma sempati ile bakmasına ve yeni kredi kullandırmalarında kolaylık sağlanmasına yardımcı olur.

Gelişmekte olan ülkelerin, sürekli bir gölge gibi üzerlerinde taşıdıkları, enflasyon riskine bağlı olarak, kısa vadeli krediler zaman zaman olumsuz durumlar meydana getirir. Çünkü bu tür risklerin etkileri en çabuk kısa vadeli kredi oranlarına etki etmektedir. Faiz oranları hemen gelişmelere tepki vererek yükselmekte bu kredilere ilişkin yaşanan geri ödeme problemleri ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşulun etkilerini hemen yansıtabilmektedir. Kısa vadeli kredilerin geri ödenmesine ilişkin ufakta olsa herhangi bir risk görüldüğü takdirde gelişmekte olan ülkelere verilmesi düşünülen kısa veya uzun vadeli tüm kredi kaynakları durdurulur. Doğal olarak bu da o ülkenin planladığı yatırımlarını yapamamasına, planlanan kaynakların ihtiyaç noktalarına aktarılamamasına neden olur. Büyüme oranı düşer ve geri ödemelerde ciddi problemler yaşanmaya başlanır ve ülke bir durgunluğa yani resesyona doğru sürüklenir. Başka bir deyişle daha kötü problemlerle de karşılaşılabilir.

1991 ve 1997 yılları arasında gelişmekte olan ülke piyasalarına 5000 adet civarında Libor bazlı kredi verildiği görülmektedir. Bu kredilerin büyük kısmı (%60) uzakdoğu ülkelerine gitmiştir. Uzakdoğu ülkelerini sırasıyla Latin Amerika ve Doğu Avrupa, Orta Doğu ile Kuzey Afrika ve Güney Asya takip etmiştir. Verilen kredilerde ortalama spread 112 basis point olmuştur. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkeler tarafından uluslararası piyasalarda ihraç edilen bonoların üzerindeki spread ise yaklaşık 256 basis pointtir. Bunun yanısıra özel sektörün borçlanmada hükümet veya direk devlet borçlanmalarına nazaran daha yüksek spreadlere maruz kaldıklarını görmekteyiz. Bunun yanısıra Eichengreen ve Mody'nin yapmış oldukları araştırma da kredi üzerindeki risk primlerinin; ölçek ekonomisini yansıtacak şekilde miktarın yükselmesi ile birlikte düştüğü, ve vade uzadıkça uzayan vade riskini yansıtacak şekilde arttığı belirtilmiştir.¹²⁴ Bu durum aşağıdaki 2 nolu grafikten de rahatlıkla anlaşılabilir.

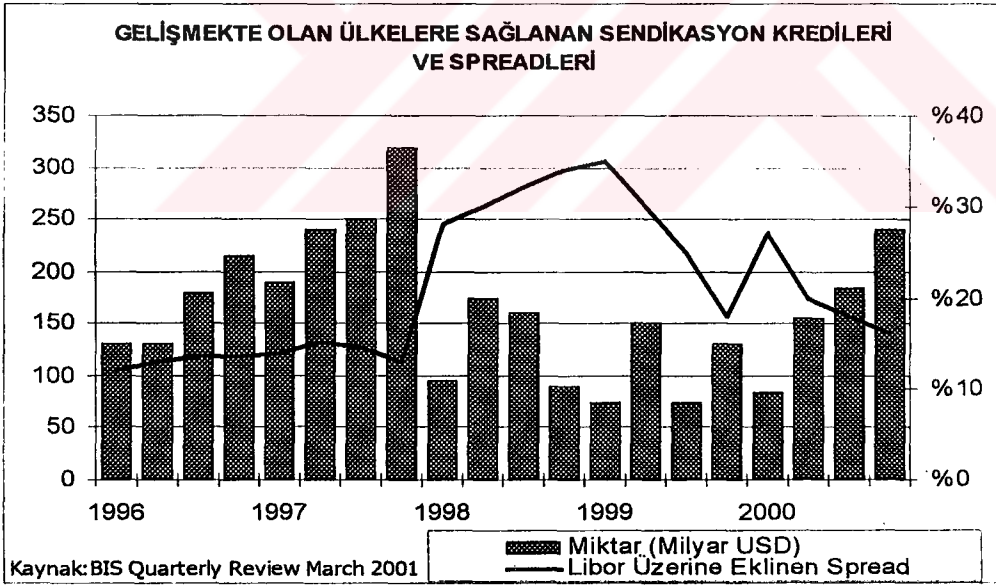
¹²⁴ Eichengreen and Mody, ss.4-8.



3.2. ULUSLARARASI SENDİKASYON KREDİSİ PİYASALARI VE SON YILLARDAKİ PERFORMANSI

Sendikasyon kredileri piyasası daha öncede belirtildiği üzere ülkelerin ve şirketlerin dış kaynak sağlamada sık sık başvurdukları bir finansman kaynağı olarak dikkatimizi çekmektedir. Sendikasyon kredileri farklı formatlarda olsa da yüzyıllardan beri süregelen ve özellikle 1990'lı yıllarda büyük gelişme gösteren bir işlemdir.

1990'lı yılların sonlarına doğru sendikasyon piyasası gelişmiş, diğer piyasalarla karşılaştırıldığında oldukça agresif bir görünüme bürünmüştür. 1990'lı yıllarda yeni finansal araçların daha aktif olarak kullanılmaya başlanması ile bir miktar geri planda kalmış, bununla beraber ortaya çıkan finansal krizler nedeniyle, krizlerden etkilenen ülkeler açısından yine de en gözde finansman araçlarından biri konumuna gelmiştir. Sendikasyon kredilerinin 1980'li yılların başından günümüze kadar devam eden sürede ciddi bir ivme ile kullanılmış ve hacimsel artış göstermiştir. Bununla birlikte, finansal kriz dönemlerinde bir miktar dalgalanma göstermiştir.



Grafik 2. Gelişmekte Olan Ükelere Sağlanan Sendikasyon Kredisi Miktar (Milyar USD) ve Spreadleri.

Sendikasyon kredileri, gelişmekte olan ülkeler açısından bankaların artan kredi analizlerine rağmen oldukça iyi bir performansa sahip olmuştur. Bu ülkelere açılan toplam sendikasyon kredisi tutarı yukarıdaki 2 nolu grafikte görüldüğü üzere 2000 yılı üçüncü çeyrekte 20.4



milyar USD iken, dördüncü çeyrekte 27.8 milyar USD'ye ulaşmıştır.¹²⁵ Buna ek olarak, spreadlerde %1-1,5 aralığına gerilemiştir. Yine bu grafikten anlaşıldığı üzere kriz dönemlerini takiben, hacimsel anlamda kredilerde bir miktar düşüş yaşanmış, ancak kısa bir süre içinde toparlanma sağlanmıştır. Bunun yanısıra yine bu dönemlerde spreadlerde ise keskin bir yükselme yaşanmıştır. Spreadler, bir anda %250-300 seviyelerine çıkmış, daha sonra %150 seviyelerine geri dönmüştür.

3.2.1. 1980'li Yıllar

Uluslararası sendikasyon kredileri piyasasının gelişimine Amerika Birleşik Devletleri, Kanada ve İngiltere'nin büyük katkıları olmuş 1980'li yılların ilk yarısından itibaren bu ülkelerdeki borçlular piyasasının yaklaşık 4/5'ini oluşturmuşlardır. Kullanılan krediler açısından bu ülkelerin payı olmasının yanısıra gelişmekte olan ülkelerin payı da göz ardı edilmemelidir. 1980'li yıllarda piyasada likiditenin yüksek olması nedeniyle bankalar arasında rekabet artmış ortalama fiyat düşmüştür. Bunun sonucu olarak sendikasyon kredileri piyasası çok düşük spreadlerle önemli miktarlarda fon sağlanmasına imkan tanımıştır.

3.2.2. 1990'lı Yıllar

1990'lı yıllarla birlikte kredi hacmi büyümüş, piyasada hareketlilik trendi devam etmiş, 1990 yılının 2. yarısında Körfez Krizi'nin de patlak vermesiyle birlikte uluslararası piyasalardaki olağan tedirginlik sendikasyon kredilerinde de bir duraksamaya neden olmuştur. Körfez krizinin yanısıra, resesyonist etkiler, BIS'in (Bank for International Settlements) sermaye yeterliliği rasyosu, ve kredi kısıtlamalarına ilişkin yeni uygulamalar nedenleriyle, sendikasyon kredileri piyasasında 1991 yılında işlem sayısı ve hacmi bir önceki yıla göre düşüş göstermiştir.¹²⁶

Ayrıca, sendikasyon kredilerinin yanında, proje finansmanı ve gelişmekte olan piyasalara verilen önem artmıştır.¹²⁷ Loan Pricing Corporation tarafından çıkartılan Gold Sheets Annual isimli yayına göre de görüldüğü üzere sendikasyon kredileri, 1987 yılında 137 milyar USD tutarında iken, kabaca yıllık bileşik %23 artış göstererek 1996 yılında 888 milyar USD

¹²⁵ IMF Staff Team Led by Bankim Chadha, *IMF Emerging Market Financing Quarterly Periodical on Developments and Prospects*, Vol:II No:1, (February 13,2001), s.13.

¹²⁶ Apak, ss.86-88.

¹²⁷ Pavey, s.3



tutarına ulaşmıştır. Bu tutar 1997 yılı sonu itibariyle 1 trilyon USD'ı geçmiştir.¹²⁸ Aynı dönemde özel plasman (private placement) tutarı ise 300 milyon USD civarında olmuştur.

Bu süre içinde kullanım miktarlarında hacim olarak değişiklik olmasının yanında sendikasyon kredisini kullanan sektörlerde de zamanla değişim meydana geldiği görülmektedir. 1992 yılına baktığımızda devletlerin ve kamu kuruluşlarının veya onların garantisi ile yapılan işlemlerin sendikasyon kredileri piyasası içerisindeki payının arttığı görülmektedir. 1991 yılında 17 milyar USD tutarında olan bu işlemleri 1992 yılında yaklaşık iki katına çıkararak 30 milyar USD tutarında gerçekleşmiştir. Yine aynı dönemde petrol şirketlerinin yatırım amacıyla kullandıkları kredilerin de yüklü tutarlarda olduğu görülmektedir. Norveç'te petrol araması için "MEN" adında şirket kuran Mobil'in LIBOR+0.50 spread 300 milyon USD'lık krediyi 10 yıl vadeli olarak kullandığını ve dikkat çeken işlemlerden birini gerçekleştirdiğini görmekteyiz.¹²⁹

1997 yılında Estonya, Litvanya, Kazakistan, Ukrayna ve Namibya gibi Afrika ülkelerinden bazıları sendikasyon kredisi piyasasından borçlanmaya başlamış ve isimlerini duyurmaya başlamışlardır.¹³⁰

1999 yılında Olivetti'nin kullanmış olduğu sendikasyon kredisi marjinlerinin ve ücretlerinin yüksekliği ile piyasada büyük ses getirmiştir. Aslına bakılırsa 1999 yılı uluslararası sendikasyon kredileri piyasasında bir çok ilkin yaşandığı bir yıl olmuştur. Ücret, masraf, komisyon ve marjinler inanılmaz derecede yükselmiştir.¹³¹ İlişkiler temelli yürütülen piyasa, parasal kazancı güden bir piyasaya dönüşmüştür. Olivetti ve AT&T arasında süregelen rekabet , Olivetti'nin arkasından AT&T'yi de büyük bir işlem yapmaya itmiştir. Bu Amerikan telekom şirketi çok kısa bir süre içerisinde 30 milyar USD tutarında bir sendikasyon kredisini Chase Manhattan ve Goldman Sachs liderliğinde kullanmayı başarmıştır.¹³²

Aşağıda bulunan Tablo 3'de 1998 Yılı Temmuz Ayına Kadar Dünya'da Sendikasyon

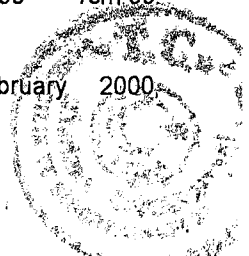
¹²⁸ Dennis & Mullineaux, s.4

¹²⁹ Gazi Erçel, "Uluslararası Piyasalar En İyiler En Büyükler", *Finans Dünyası Dergisi*, (Şubat 1993), s. 18.

¹³⁰ Pavey, s.2.

¹³¹ Ben Beasley-Murray, "Syndicated Loans Reality Hits the Merger Pricing, Euromoney Magazine", *Euromoney Online*, July 2000, <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.00/em.00.07/em.00.07.16.html#secondary>, (29 Nisan 2001), s. 1.

¹³² Brian Caplen and Others, "Deals of the Year", *Euromoney Online*, February 2000, <http://www.euromoney.com/confidential/polls/gfg/em.00.02.3a.html>, (03 Nisan 2001)



Kredilerinde Liderlik Tablosu verilmektedir. Bu anlamda görüldüğü üzere dünyanın önde gelen gelişmiş ülkeleri bulunmaktadır. O dönemde yaşanan Asya Krizi nedeniyle yine dünyanın gelişmiş ülkelerinden ve sendikasyon kredileri piyasasında aktif rol alan Japonya'nın bu listede yer alamaması dikkat çekmektedir. Yine Amerika bankalarının aktif bir şekilde piyasada işlem yapıyor olması da dikkat çeken başka bir unsurdur.

Tablo 3. 1998 Yılında Dünya Sendikasyon Kredilerinde Liderlik Tablosu

1998 Yılında Dünya Sendikasyon Kredilerinde Liderlik Tablosu			
Sıra	Banka	Ülkesi	Miktar (US\$ m)
1	Chase Manhattan Bank	ABD	249,878.19
2	Citicorp	ABD	157,804.72
3	JP Morgan	ABD	148,081.23
4	Nations Bank	ABD	146,970.22
5	Bank of Amerika	ABD	137,671.33
6	Deutsche Morgan Grenfell	Almanya	88,332.98
7	Barclays	İngiltere	76,801.71
8	ABN Amro	Hollanda	69,195.66
9	Toronto-Dominion Bank	Kanada	58,672.40
10	BT Alex Brown	ABD	56,922.20
11	Bank of Nova Scotia	Kanada	55,210.27
12	Bank of New York	ABD	50,752.10
13	Societe Generale	Fransa	46,229.18
14	West LB	Almanya	45,388.19
15	Credit Suisse First Boston	İsviçre	44,620.49
16	CIBC Wood Gundy	Kanada	44,176.24
17	HSBC Group	İngiltere	43,491.26
18	Credit Lyonnais	Fransa	42,646.62
19	Banque Nationale de Paris	Fransa	41,054.71
20	Greenwich Nat West	İngiltere	39,967.57
Sağlanan Bu Kredilerden Toplam Kullanılan Miktar			761,284.00

Kaynak: Euromoney, Rebecca Bream, Temmuz 1998

Aşağıdaki Tablo 4'ten görüldüğü üzere, sendikasyon kredileri herşeye rağmen en fazla gelişmiş ülkeler tarafından kullanılmıştır. 1997 yılında Asya'da yaşanan kriz nedeniyle sendikasyon kredileri kullanımında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından bir miktar düşüş meydana gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler açısından 1997 yılında 126.7 Milyar USD tutarında yeni kullanım yapılmış, bu tutar 1998 yılında 76.8 Milyar USD'a düşerek, %40 civarında azalma göstermiştir.

Tablo 4. Gelişmişlik Düzeyine Göre Sendikasyon Kredileri Kullanımları.(Milyar USD)

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) KAYITLARINA GÖRE SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI (GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNE GÖRE)(MİLYAR USD)							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOPLAM	476.7	697.5	900.5	1136	905	1025.9	1459.2
SANAYİLEŞMİŞ ÜLKELER	422.3	612.5	799.7	976.3	820.1	957.9	1328.6
OFFSHORE MERKEZLER	12.7	18.1	19.8	33	8.1	9.2	37.2
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	41.7	66.9	81	126.7	76.8	58.8	93.4

Kaynak: BIS Quarterly Reviews, November 1997, Ağustos 1998, Mart 2001

2000 yılında ise telekom sektörünün ve banka birleşmelerinin de etkisiyle sendikasyon kredilerinde ciddi bir yükselme yaşanmıştır. Yine gelişmekte olan ülkeler açısından 1999 yılında 58.8 Milyar USD tutarında olan yeni sendikasyon kredisi kullanımı, %58'lik bir artışla 2000 yılında 93.4 Milyar USD tutarına ulaşmıştır.

3.2.3. 2000 Yılı ve Sonrası

2000 yılından sonraki döneme baktığımızda telekomünikasyon ile birleşme ve ele geçirme (Mergers&Acquisitions) işlemleri için kullanılan sendikasyon kredileri tutarlarının oldukça arttığını görmekteyiz. 2000 yılı içerisinde tahvil ve hisse senedi piyasalarının düşük performansı, şirketlerin sermaye piyasalarından sendikasyon kredisi piyasasına dönmelerine ve bu piyasanın tekrar aktive olmasına neden olmuştur. Bu durum, yukarıdaki Tablo 4'den de rahatlıkla görülmektedir.

2000 yılı genelinde bankaların 1,5 Trilyon USD tutarında sendikasyon kredisi verdikleri görülmüştür.¹³³ Böylece sendikasyon kredisi piyasasının en büyük piyasalardan birisi olmasının yanısıra kurumsal finansman açısından en hızlı gelişen piyasalardan biri olduğu da bir kez daha kabul görmüştür. Bu gelişim sürecinde, ticari bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve diğer finansal kurumların da ihtiyaçları için uygun şartlarla sendikasyon kredisi kullanmaya başlamışlardır. Aşağıdaki Tablo 5'te BIS'e raporlamada bulunan ülkelere göre yaşayan alacak miktarlarına ilişkin bir rakamlar verilmektedir.

¹³³ Esty and Megginson, s.1.

Tablo 5. BIS'e Raporlama Yapan Bankaların Ükelere Göre Yaşayan Alacak Miktarları (Milyar USD)

BIS'E RAPORLAMA YAPAN BANKALARIN ÜKELERE GÖRE YAŞAYAN ALACAK MİKTARLARI (Milyar USD)								
	1998	1999		2000			Eylül Sonu İtibariyle Stok	
	Yıl	Yıl	3.Ç	4.Ç	1.Ç	2.Ç		3.Ç
Gelişmiş Olan Ükelerden	864.9	458.8	191.4	95.7	481.1	112.4	147.4	7842.5
Bankalararası Krediler	286.1	29.6	125.1	-1.1	334.1	8	55.6	4628.7
Banka Dışı Kesime Verilen Krediler	21.4	114.8	2.5	25.4	40.9	-13.1	15.4	1349.7
Menkul Kıymetler	257.4	314.1	63.7	71.4	106.1	117.6	76.4	1864.1
Offshore Merkezlerden	-172.5	-102.3	-26	35.1	-51.3	5.9	29.4	1180.1
Bankalararası Krediler	-166.9	-139.7	-47	36.9	-64	-17.1	14.2	790.9
Banka Dışı Kesime Verilen Krediler	-26.7	9.3	12.9	-9.5	-0.9	12.6	-1.6	234.4
Menkul Kıymetler	21.1	28.2	8.1	7.8	13.6	10.4	16.8	154.8
Gelişmekte Olan Ükelerden	-73.7	-68.9	-31	-2.9	0.6	-3.7	0.5	898.9
Bankalararası Krediler	-63.4	-58.6	-22.4	-4.6	5.9	-9.8	-7.1	347.7
Banka Dışı Kesime Verilen Krediler	-8.9	-16.8	-8.6	-2.1	-16.2	-0.2	0	404.3
Menkul Kıymetler	-6.4	6.5	0	3.7	11	6.3	7.6	146.9
Bilgi İçin: Yeni Açılan Sendikasyon Kredileri	905.3	1025.9	265.4	286.2	267.5	372.3	426.6	

Sendikasyon kredileri piyasasına baktığımızda 2000 yılında son yıllara nazaran ciddi bir hareketlenme olduğunu görmekteyiz. Sayfa 88'deki, Tablo 4'ten de görüldüğü üzere 2000 yılının tümü için yaklaşık 1,5 trilyon USD tutarında yeni işlem yapıldığı resmi kaynaklarca açıklanmıştır. 1999 yılına göre yaklaşık %42 artış gözlemlenmiştir.¹³⁴ Thomson Financial Securities Data'nın verilerine göre, dünya da 2000 yılı ilk 6 ayında en fazla sendikasyon kredisi düzenleyen ilk 5 banka sırasıyla; 35.51 milyar USD ile Barclays, 29.87 milyar USD ile Citigroup, 23.31 milyar USD ile Deutsche Bank, 20.4 milyar USD ile BNP Paribas ve 20.21 milyar USD ile Chase Manhattan olmuştur.¹³⁵

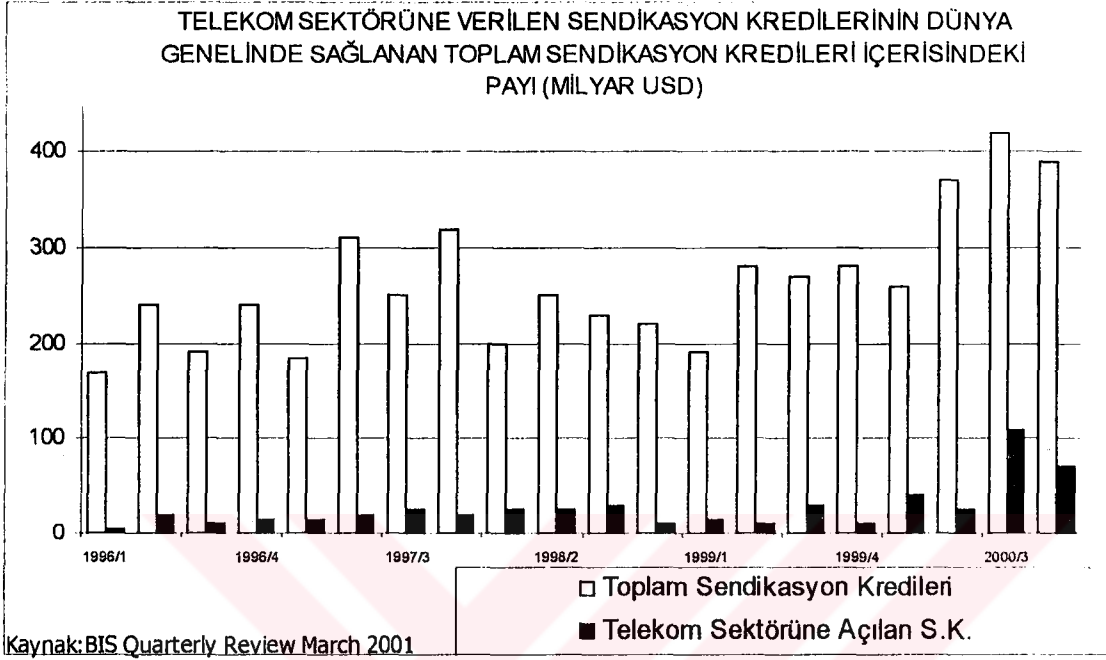
2000 yılında sendikasyon kredileri piyasasında yapılan işlemlerin detayı incelendiğinde en aktif kullanımların telekomünikasyon şirketleri tarafından yapıldığı görülmektedir. 2000 yılının 3. çeyreğinde Avrupa telekom şirketleri, 4. çeyreğinde ise Kuzey Amerikan telekomünikasyon şirketleri sendikasyon kredileri piyasasında en aktif şirketler olmuşlardır.¹³⁶ 2000 yılı 4. çeyreğinde düzenlenen en büyük kredi tutarı AT&T'nin kullanmış olduğu 30 Milyar USD tutarındaki sendikasyon kredisidir. Telekomünikasyon şirketlerinin 2000 yılı içerisinde kullanmış oldukları kredi tutarı toplamı 256 Milyar USD'dir. Aşağıdaki

¹³⁴ Blaise Gadanecz, "Syndicated Credits in the Fourth Quarter of 2000", *BIS Quarterly Review*, March 2001, s.20.

¹³⁵ Murat Başboğa, "Bankalara 3.1 Milyar USD", 21 Temmuz 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/17602asp> (03 Mayıs 2001).

¹³⁶ Blaise Gadanecz, s.20.

Grafik 3'ten görüldüğü üzere, 1996'dan 2000 yılı 3. çeyreğine kadar telekom sektörüne açılan sendikasyon kredilerinin toplam sendikasyon kredileri içerisindeki payı verilmektedir. Görüldüğü üzere, 2000 yılında diğer yıllara nazaran ciddi bir artış yaşanmıştır.



Grafik 3. Telekom Sektörüne Verilen Sendikasyon Kredilerinin Dünya Genelinde Sağlanan Toplam Sendikasyon Kredileri İçerisindeki Payı (Milyar USD)

Gelişmiş ülkelerdeki telekomünikasyon sektörü üzerindeki konsantrasyon ve bu sektöre ilişkin endişelere rağmen, 2000 yılı boyunca gelişmekte olan ülkelerin telekomünikasyon şirketlerine verilen krediler artarak devam etmiştir. Buna ek olarak artan petrol ve gaz fiyatları kreditorlerin dikkatini çekmiş ve piyasayı bu sektörlere doğru yöneltmeye başlamıştır.

Asya ülkeleri her zaman olduğu gibi, 2000 yılının genelinde de sendikasyon kredilerinin önemli bir kısmını kullanmışlardır. En büyük payı da Malezya ve Kore almıştır. Asya ülkelerindeki bu hareketlilik 1997 yılında yaşanan Asya Krizi'nin etkilerini üzerlerinden atmaya başladıklarının işaretlerini vermektedir. Asya ülkelerinde faizlerin gerilemesi ve ekonominin canlanması sonucu, 2000 yılının ilk 6 ayında bu bölge ülkelerinin almış oldukları sendikasyon kredisi tutarı %97 artışla 94.3 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.¹³⁷ 2000 yılı içerisinde de gelişmekte olan ülkeler için sendikasyon kredilerinin yeniden favori finansman araçlarından birisi olmasının nedenleri şu şekilde açıklanabilir:

¹³⁷ Murat Başboğa, a.g.e.



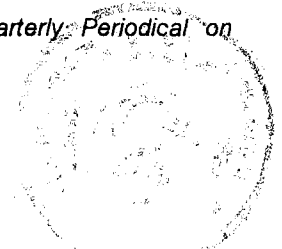
- Uluslararası bankacılık sisteminde likidite konusunda herhangi bir sıkıntı bulunmaması nedeniyle Jumbo sendikasyon kredileri bile rahatlıkla kullanılabilir hale gelmiştir.
- Bankaların telekomünikasyon sektörüne kullandıkları sendikasyon kredilerine ilişkin olarak artan risklerini farketmelerinin iki etkisi olmuştur. Öncelikle, küçük ve gelişmekte olan piyasaların telekomünikasyon firmalarına kredi kullandırmaya ilişkin isteklerini azaltmışlardır. Buna ek olarak da telekomünikasyon firmaları dışında yeni aktif sektörler (enerji ve petrol şirketleri gibi) arayışına girmişlerdir.
- Bunun yanı sıra, Asya krizinden sonra Japon bankaları ilk kez aktif olarak sendikasyon kredileri piyasasında görünmeye ve de Asya sendikasyon kredisinde itici güç rolü üstlenmeye başlamışlardır. Japonya eskiden olduğu gibi Batı bankalarının, Asya'daki payını azaltmaya yönelik bir politika izlemektedir.
- Yükselen petrol fiyatları, petrol ihracatçılarının artan kredibilitesinin ve kredi kalitesinin farkına varılmasını sağlamıştır. Orta Doğu finans kurumları, Hindistan, Malezya ve Filipinler gibi petrol ve gaz projeleri yürüten ülkelere kredi vermek için ciddi çalışmalar yapmaktadırlar.¹³⁸

2000 yılı 4. çeyreğini bölgesel kompozisyon anlamında dikkate aldığımızda gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin borçlanmada başı çektiğini görmekteyiz. Ülkede yaşanan finansal krize rağmen, Türkiye'ye sağlanan sendikasyon kredisi tutarı 3.6 milyar USD'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Türkiye'de, borçlananlar arasında ise ulusal bankalar başı çekmiştir. Bunun yanı sıra Rusya'daki şirketler petrol ve gaz yatırımlarına ilişkin olarak 2 milyar USD, Polonya'daki telekomünikasyon şirketlerine ilişkin olarak ise bu ülkeye 1.8 milyar USD tutarında sendikasyon kredisi sağlanmıştır. Latin Amerika ülkeleri de Asya ülkeleri gibi uygun koşullarla borçlanma imkanı bulmuşlardır. 2000 yılı son çeyreğinde Şili 3.7 milyar USD, Meksika 3.4 Milyar USD, ve Brezilya 2.1 milyar USD ile en büyük miktarlarda borçlanan gelişmekte olan ülkelerin arasında yer almışlardır.¹³⁹

Kreditör bankalar doğal olarak borçlunun uzun vadeli kredibilitesine çok önem vermektedirler. Uluslararası sermaye piyasalarında toplam gelişmekte olan piyasalara fon sağlanmasında sendikasyon kredilerine ilişkin dikkat çeken başka bir hususta aşağıdaki Tablo 6'dan da anlaşılacağı üzere yaşanan finansal krizler ve tüm ülkeler dikkate

¹³⁸ IMF Staff Team Led by Bankim Chadha, *IMF Emerging Market Financing Quarterly Periodical on Developments and Prospects*, Vol:1 No:2, November 2000, s.14

¹³⁹ IMF Staff Team Led by Bankim Chadha, February 13,2001, s.14.



alındığında 2000 (Y2K) yılı problemi öncesinde sendikasyon kredisi kullanımının oldukça artış göstermesidir.¹⁴⁰

BIS'e göre raporlama yapan ülkelerin yıllar itibariyle sendikasyon kredisi kullanımlarına ilişkin hazırlanan tablodan da görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerin sendikasyon kredisi kullanımları hala ağırlıklı olarak devam etmektedir. Bu ülkeleri son yıllarda telekomünikasyon ve de enerji sektörlerine ilişkin olarak yatırımlarına ağırlık vermeleri de dikkat çeken başka bir unsurdur. Gelişmekte olan ülkeler arasında kullanımlar ağırlıklı olarak Asya ülkeleri tarafından yapılmakta olsa da son yıllarda en yoğun kullanımların Latin Amerika ülkelerinde geldiği görülmektedir.

Bu bağlamda Türkiye'nin de artan oranlı ve istikrarlı bir şekilde sendikasyon kredilerini kullanmakta olduğunu görmekteyiz. Derinlemesine incelendiğinde kuşkusuz borcun artış nedenleri çok fazla hoş karşılanmasa da, genel anlamda istikrarlı bir yapı izlemesi olumlu bir görünüm çizmektedir. Buna göre Türkiye'nin sendikasyon kredileri piyasasında prestijli bir yere sahip olduğunu ve bu nedenle rahat limitlerle kredi kullanmaya devam ettiğini söylemekte faydalı olacaktır. Bunun yanısıra borç servislerini yerine getirmesi nedeniyle de kredilerini yenilemesi konusunda olumlu bir yaklaşım alabilmektedir.

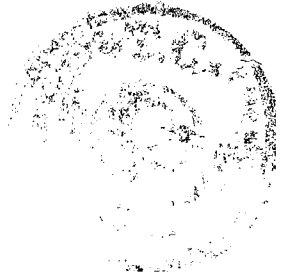
Yine Tablo 6'dan anlaşılacağı üzere gelişmekte olan ülkeler arasında Uzakdoğu ve Asya ülkeleri sendikasyon kredileri açısından en şanslı piyasa olarak görülmektedir. Bu ülkelerinin borçlanmasına ilişkin olarak yapılan araştırmalar göstermiştir ki yurtiçi borçlanmalar arttıkça yurtdışı borçlanmalarda aynı oranda artmıştır. Bu da Uzakdoğu ülkelerinin finansal sistemlerinin diğer gelişmekte olan ülke finansal piyasalarına göre uluslararası kredilere daha bağımlı olduğu sonucunu ortaya çıkartmıştır.

¹⁴⁰ Ibid.



Tablo 6. BIS Kayıtlarına Göre Bazı Ülkelerin Sendikasyon Kredisi Kullanımları (Mia USD)

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) KAYITLARINA GÖRE BAZI ÜLKELERİN SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI (MİLYAR USD)							
SANAYİLEŞMİŞ ÜLKELER	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
A.B.D.	312.4	399	551.8	674.9	591	629.9	809.4
Almanya	1.2	13.5	10.1	14.1	12.9	49.3	48.3
Avustralya	7.4	7.0	19.6	13.3	9.0	14.4	12.0
Avusturya	-	0.4	-	0.4	0.7	0.1	0.5
Belçika	1.2	2.7	2.6	1.7	3.6	0.9	9.3
Danimarka	-	1.8	1.8	0.9	1.3	2.9	2.3
Finlandiya	0.2	3.2	6.6	6.4	3.0	2.9	10.2
Fransa	6.8	18.1	21.3	38.5	16.8	32.8	70.3
Hollanda	6.2	5.6	12.6	4.5	12.8	20.8	78.5
İngiltere	28.4	56.2	77.2	103.1	74	89.3	132.2
İrlanda	1.3	2.8	3.5	0.6	1.4	5.3	2.8
İspanya	17.6	15.7	15.3	13.7	6.6	13.3	15.3
İsveç	4.9	20.2	19.2	12.6	5.9	9.3	8.3
İsviçre	3.9	4.1	3.7	4.7	6.2	11.1	18.6
İtalya	5.3	15.2	5.7	11.4	1.4	5.3	2.8
İzlanda	0.1	0.7	0.2	0.8	0.8	0.5	0.9
Japonya	2.5	4.7	6.3	5.9	10.9	15.2	17.2
Kanada	14.9	22.6	25.4	43.3	41.1	25.5	38.5
Lüksemburg	0.1	1.2	2.3	1.7	1.2	2.3	-
Norveç	4.6	7.2	6.4	6.6	6.0	4.0	6.4
Portekiz	0.5	2.9	0.7	1.7	3.7	4.2	5.8
Yunanistan	1.2	1.6	2.3	3.5	4.5	5.8	3.7
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER							
Asya							
Çin	5.6	7.4	7.3	10.8	5.7	1.5	2.5
Güney Kore	3.1	5.9	11.2	10.2	0.5	2.7	7.5
Hindistan	0.4	1.3	3.3	4.1	1.3	1.4	1.5
Avrupa							
Polonya	0.1	0.5	0.4	1.8	1.2	1.4	3.3
Rusya	0.7	1.2	2.2	8.9	2.0	0.5	3.1
Türkiye	0.3	4.1	3.7	4.7	4.7	5.6	9.6
Latin Amerika							
Arjantin	0.8	1.8	2.1	7	7.3	3.6	3.5
Brezilya	-	0.4	0.2	4.8	5.2	4.8	4.4
Şili	0.3	1.5	4	4.5	3.1	2.9	6.3
Meksika	1.5	2.6	3.9	10.3	8.4	5.9	7.1
Orta Doğu & Afrika							
İsrail	-	0.4	0.9	0.5	-	-	0.3
OFFSHORE MERKEZLER							
Bahreyn	0.5	0.9	0.8	1.2	0.8	0.7	1.6
Bermuda	0.6	1.1	0.7	0.4	0.9	0.8	0.3
Hong Kong	9.7	12.1	15.2	27.1	5.1	6.1	31.9
Singapur	1.6	2	2.4	4	0.7	1.3	2.7
Kaynak: BIS Quarterly Reviews, November 1997, Ağustos 1998, Mart 2001							



1996 yılına bakıldığında sendikasyon kredilerinin %49.5 oranında genel kurum ihtiyaç ve amaçları için, %33.5 oranında ise borç geri ödemesi için kullanıldıkları belirlenmiştir. Bu da bize 1980 yılların sonları ile kıyaslandığında kullanım alanında ciddi bir kayma olduğunu göstermektedir. Çünkü o dönemde sendikasyon kredileri genelde birleşme ve ele geçirme (mergers and acquisitions) ve buna ek olarak borçlanılarak şirket satın almaları (leveraged buyout activities) için kullanılmıştır. Ancak dünyada yaşanan ekonomik durgunluk ve finansal krizler kredilerin kullanım amaçlarını değiştirmiştir. Yapılan araştırmadan da anlaşılacağı üzere borçlular yatırım ve büyüme amaçlı kredi kullanmak yerine ihtiyaçlarını karşılamak amaçlı kredi kullanmaya başlamışlardır. Aynı dönemde kredi hacminde artış meydana gelirken risk primi (spread) ve ücretlerde de (fees) düşme meydana gelmiştir. 1992 yılında BB derecesine sahip kurum veya ülkelere Libor+%1.3 spread ile verilen kredilerin, 1996 yılına gelindiğinde Libor+%0.71spread ile verildiği gözlemlenmiştir¹⁴¹

Kreditörler dikkate alındığında sendikasyon kredisine ilişkin karşılaşılan zorluklardan biri de banka birleşmeleri nedeniyle (konsolidasyon) beklentinin aksine piyasada likidite sıkışıklığının meydana gelmesidir. Birleşmeden önceki devrede iki banka sendikasyon kredisine büyük miktarlarda paylarla katılmayı tercih edebilirken, birleşmeden sonra katılım miktarı beklenildiği gibi yüksek olmamakta düşük kalmaktadır. Bununla birlikte son yıllarda İtalya ve İspanya'dan piyasaya katılan daha küçük ölçekli bankalar, bu piyasada daha aktif rol üstlenebilmek için fazla sayıda işlemde, daha yüksek miktarlarla görev almaktadırlar.¹⁴² Bu nedenle de son yıllarda piyasanın kapasitesinde herşeye rağmen artış olmuştur.

3.2.4. Uluslararası Sendikasyon Kredileri Piyasasında Yenilikler

Sendikasyon kredileri piyasasının yıllardan beri süratle gelişim ve değişim gösterdiği bilinen bir gerçektir. Yapısal anlamda değişim gösterirken aynı zamanda dönemin gereklerine de uygun hareket edebilmektedir. Bu anlamda yüksek getirili ancak teminatsız (Junk Bonds) olarak tanımlanan tahvil piyasasının borçlanıcılarının, yatırımcılarının ve yüklenimcilerinin desendikasyon kredisi piyasasına doğru kaydıkları belirtilmektedir.

Değişim aynı zamanda sendikasyon kredilerine ilişkin anlaşma yapılarında da görülmektedir. Bu anlamda kredinin "paket" (packages) adı verilen parçalara bölünmesi ve ortalama 10-12 yıl vadeye sahip bölümleri (tranche) içermesi, anaparanın parçalı olarak veya vade sonunda geri ödenmesi, kredinin geri çağırılmasına ilişkin borçlu lehine koruma

¹⁴¹ Dennis & Mullineaux s.4

¹⁴² Beasley-Murray, s.6.



içermesi vb yenilikler ortaya çıkmıştır. Bu yeniliklerin ortaya çıkmasının temelinde de sendikasyon kredisi piyasasında ticari banka ve yatırım bankalarının rekabet etmeleri yatmaktadır. Tüm bu bankalar borçlunun dikkatini çekecek ve tercih etmesini sağlayacak kredi alternatiflerini sunmaktadırlar. Loan Pricing Corporation, Securities Data Company ve Portfolio Management Data LLC bu alanda ciddi olarak rekabet eden kuruluşların başında yer almaktadırlar.¹⁴³

Sendikasyon kredisi hem yapısal anlamda değişmekte hem de meydana gelen teknolojik gelişmelere ayak uydurabilmektedir. Öyle ki çok ciddi anlamda güvence altında tutulan ve korunan özel iletişim sistemleri ile internet üzerinden sendikasyon kredisi kullanımları söz konusu olmuştur. The American Banker dergisinin 18 Kasım 1997 tarihli sayısında belirtildiği üzere 1997 yılında 14 milyar USD tutarında sendikasyon kredisi internet üzerinden kullanılmıştır. Bu tutarın 4 milyar USD tutarındaki kısmı da önde gelen teknoloji şirketlerinden Compaq Computer tarafından yukarıda belirtildiği üzere oldukça güvenilir ve de sıkı korunan bir sistem üzerinden kullanılmıştır.¹⁴⁴

¹⁴³ Ibid.,s5.

¹⁴⁴ Ibid,s.5



III. TÜRKİYE'NİN KÜRESEL FİNANS PİYASALARINA ENTEGRASYONU VE TÜRK PARA PİYASALARINDA SENDİKASYON KREDİLERİ

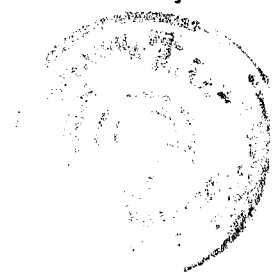
1. TÜRKİYE EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ

Son 30 yılda Türk ekonomisini tanımlayan başlıca faktörlerden biri kronik yüksek enflasyon olmuştur. Ancak bununla beraber aynı dönemde büyümede düşük seyretmemiştir. Örneğin Türkiye'nin Gayrisafi Milli Hasılası OECD ülkelerinin ortalama büyüme oranlarından daha fazla seyretmiştir. Ancak bununla beraber yüksek oranlı büyüme dönemleri sıfır veya yerine göre negatif büyüme oranlarıyla kesilmiş yani tutarlı bir gelişim sergilememiştir. Negatif büyüme oranları genelde kriz dönemlerinde ve bunu takip eden stabilizasyon programları dönemlerinde gözlemlenmiştir. Büyümenin en önemli nedenlerinden biri artan oranlı ihracat olarak görülebilir. Çünkü ortaya çıkan finansal krizler neticesinde yaşanan devalüasyonların etkisiyle Türkiye ucuz bir ülke haline gelmiş ve bu nedenle de özellikle Avrupa'ya ve ABD'ye ihracatında artış meydana gelmiştir.

Türkiye açısından dikkat çeken bir unsurda halen tarıma dayalı bir ekonomisi olan ülke görünümünden kurtulamamış olmasıdır. Tarıma dayalı bir ekonomiye sahip bir ülkenin gelişmişlik seviyesine ulaşması hiç kuşkusuz çok uzak bir ihtimaldir. Endüstri ve sanayi alanına yatırım yapılmadıkça, yapılan yatırımların döviz bazında geri dönüşü sağlanmadıkça ülkenin yaşanan ekonomik çıkmazdan kurtulması beklenmemelidir. "Sermaye yetersizliği olan ve ödemeler dengesi açığı veren ülkemizde kuşkusuz en büyük sorun döviz girdilerinin artırılması olmaktadır. Kronik bütçe açıkları veren hükümetlerimizin de borçlanma yoluyla iç fonlara talip olması, özel kesimin daha çok gereksinme duyduğu fonları azaltmakta ve maliyetini yükseltmektedir." ¹⁴⁵ Bu amaçla farklı çözümler aranmaktadır. Yurtdışı borçlanma da bu anlamda büyük önem taşımaktadır.

Türkiye büyük kamu sektörü açıkları nedeniyle yüksek reel faizlerle yaşamaya alışmıştır. Bu nedenle, özel sektörde, kendisini finanse edebilecek şekilde finansal araçları crowding out etkisiyle üretememiş, ihraç edememiştir. Sonuç olarak, Türkiye'de özel sektör, elinden geldiğince otofinansman ve/veya yurtdışından finansmana yönelmiştir. Hiç kuşkusuz yurtdışından finansman, Türkiye'nin yurtdışı borçlanmasında ciddi bir artışa neden olmuştur. Eylül 1999 itibarıyla dış borcun %50'si özel sektöre ait olduğu görülmektedir. Dış

¹⁴⁵ Ömer Esener, *Stratejik Ortaklıklar*, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s.1.



borçlanma yurtiçinden borçlanmaya nazaran her şeye rağmen avantajlı olmakla birlikte, ciddi anlamda kur riski de taşımaktadır.¹⁴⁶

Türkiye ekonomisi, 1980'lerle birlikte dışa açılma yolunda katettiği mesafeye rağmen hala amaçlanan şekilde uluslararası piyasalar ile entegrasyonunu tam anlamıyla tamamlayamamıştır. Aslında, Türkiye'nin jeopolitik konumu da uluslararası piyasalar açısından, küreselleşme ve özellikle bölgeselleşme açısından oldukça kritik bir konumda bulunmaktadır. Türkiye, çoğu genç olan, 65 milyonluk nüfusuyla, Avrupa ile bütünleşme yolunda ilerlerken Asya ve Ortadoğu ile ilişkilerini iyi düzeyde sürdürme özelliği, yüksek işgücü, sürekli genişlemeye devam eden iç pazarı ile önemini her zaman için canlı tutmaktadır.

Öte yandan, Türkiye'de, düşük gelir ve tasarruf düzeyleri, halen yüksek faiz oranlarına ve enflasyona neden olmaya devam etmektedir. Kamu sektörünün artan borçlanma ihtiyacı, genel anlamda finansal piyasalara ve detaya inildiğinde ise bankacılık sektörüne sırtını fazla dayamış olması ve de bunun sonucu ortaya çıkan yüksek maliyetler, Türkiye'de şu anda değişimin sürdürülebilmesi yolunda önemli engeller olarak karşımıza çıkmaktadır. Peki Türkiye'de finansal sektör ne gibi bir değişim sürecinden geçmiştir. Bu bağlamda bunu irdelemek faydalı olacaktır.

Yukarıda da değinildiği üzere ekonomik resesyon, finansal dengelerdeki bozulma ve kronik yüksek enflasyon nedenleriyle Türkiye'de 2000 yılı başında IMF tarafından desteklenen 3 yıllık bir stabilizasyon programı başlatılmıştır. Bu süreçte enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmiştir. 2000 yılının ilkyarısında, yapısal reformlar başarıyla yapılmıştır. En önemli reformların arasında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) ve Tarımı Destekleme ve Geliştirme Birliği'nin kurulması, Ziraat ve Halk Bankası tarafından düşük faizli kredilerin bölgesel sistemde verilmesi, sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılandırılmasına ve bireysel özel emeklilik gibi konulardaki taslak kanunların hazırlanması, vb. bulunmaktadır. Bu arada Tüpraş'ın %31.5'lük kısmı halka açılmış, Petrol Ofisi'nin özelleştirilmesi ve 3.GSM Lisans'ının satılması ve bütçeye ek yük getiren fonların kaldırılması gibi işlemlerde gerçekleştirilmiştir. Bununla beraber, yılın 2. yarısında yapısal reformları geciktirilmesi ve finansal piyasaların hassasiyeti Kasım ayındaki krize bilek çıkarmıştır.

¹⁴⁶ Ercan Uygur, "Türkiye Ekonomisi ve Finansal Piyasalar", *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, Ankara:TBB, Mayıs2000, s.30.

1.1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SEKTÖRÜN LIBERALİZASYON SÜRECİ, 1980-2001

Türkiye, 1980 ve 1990'lı yıllarda finansal alanda sürekli atılım yaparak piyasaların alt yapısını oluşturan kurumları, araçları ve bir takım kuralları hayata geçirmiştir. 1980'li yıllar öncesinde ve 1980'li yılların başlarında Türkiye 'de finansal sistem oldukça basit bir yapıdan ve de çoğunlukla bankalardan oluşuyordu. 1980'li yıllarla birlikte gelişmeye başlayan finansal sistem ve finansal piyasalar bölümlere ayrılmaya ve kompleks bir hale gelmeye ve dolayısıyla derinleşmeye başlamıştır.

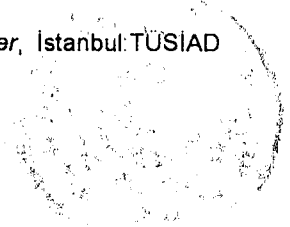
Daha önceleri bankacılık sistemi piyasalar ve kurumlar arasında rekabetin olmadığı bir çeşit monopol görünümündeydi. Bankacılık işlemlerinin %90'ı 6-7 banka tarafından yürütülmekteydi ve sistem bir oligopol olarak işlemekteydi. Faiz oranları ciddi bir şekilde hükümet tarafından kontrol altında tutulmaktaydı. Enflasyon oranı ne olursa olsun, bankaların belirlenen bir faizden daha yüksek bir faizi müşterilerine teklif etmelerine izin verilmemekteydi.¹⁴⁷ Ancak Türkiye'nin içine girdiği liberalizasyon süreci ile birlikte bunların tümü bir bir değişmeye başladı.

Türkiye'de ekonomi 1980'li yıllarla birlikte yeniden yapılanmaya ve uluslararası ekonomik ve finansal entegrasyon yönünde yeni bir politika izlemeye başlamıştır. Bu politikaların tam anlamıyla sağlıklı bir şekilde anlaşılabilmesi için, 1980 öncesinde Türkiye'nin izlediği ekonomi politikalarının temel noktalarının gözden geçirilmesinde fayda vardır. Bu politikalar aşağıdaki başlıklar şeklinde belirtilebilir:

1. İçer dönük, kapalı ekonomi
2. İthal ikamesi ve korumacılık
3. Karşılaştırmalı üstünlük ilkesinden uzak sanayi politikaları
4. Fiyat mekanizması ve piyasa sistemine güvensizlik ve müdahalecilik
5. Enflasyon ve işletmelerde bozuk finans yapısı
6. Ekonominin dış dengesinin bozulması ve dış ödemelerde krizler
7. Politik istikrarsızlık ve şartların gerektirdiği önlemleri alma şansının ortadan kalkması
8. Planlamaya verilen yanlış misyon.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Zeyyat Hatipoğlu, *Economic Theory and The Turkish Experience*, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1995, ss.227-230.

¹⁴⁸ Uğur Korum, *Türk Finans Sektörünün Dışa Açılması Uyumla İlgili Sorunlar ve Öneriler*, İstanbul: TUSİAD Yayınları, No: T/89.4.127, 1989, ss.13-15.



1979'un sonuna doğru bu politikalar gelebileceği noktaya gelince, yeni bir istikrar politikası uygulama gereği doğmuştur. Bu amaçla ilk olarak temel amaçları ödemeler dengesi ve enflasyon hızının azaltılması olan fakat zamanla yeniden yapılanma ve entegrasyon amaçlarının önem kazanacağı yeni bir politika uygulamasına geçilmiştir. 1980 sonrası politikaların açıklanan ilkeleri, daha önce izlenen politikalarla farklılıklarını vurgulamak amacıyla aşağıdaki şekilde belirtmek mümkündür:¹⁴⁹

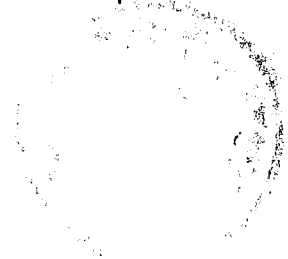
1. Uluslararası ekonomik ve finansal entegrasyon
2. Dış ticaretin ve ekonomideki payının artırılması
3. Sanayi ve dış ticaret politikalarında karşılaştırmalı üstünlük ilkesine yönelme
4. Piyasa mekanizması ve rekabetin teşviki, deregülasyon ve özelleştirme
5. Enflasyon hızının azaltılması ve şirket finans yapısı içinde özkaynakların nisbi payının artırılması
6. Ekonomide sağlıklı dış ödemeler dengesi ve dış borçlanma
7. Politik istikrar ve tutarlı bir politikanın izlenmesi şansı
8. Planlama anlayışında değişme

Türkiye'nin finansal sektörü açısından büyük önem taşıyan, 1980 sonrası dönemde deregülasyon ve de reregülasyon olarak adlandırılan ilkeler çerçevesinde finans kesimini ilgilendiren çok önemli kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Bu amaçla atılan ilk adımlarla, çeşitli kanun, karar, tebliğler ile yeni kurumlar uygulamaya konmuştur. Bunları herhangi bir önem ya da çıkış tarihleri sıralaması olmaksızın aşağıdaki şekilde belirtmek mümkündür:¹⁵⁰

- Kurumlar vergisi değişiklikleri
- Gelir vergisinde yeni vergi dilimleri
- Vergi usul kanunu değişikliği ve "Yeniden Değerleme Fonu"
- Katma Değer Vergisinin uygulamaya konması,
- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun oluşturulması,
- Tasarrufların teşviki ve kamu yatırımlarının hızlandırılması hakkındaki kanun. Bu kanunla Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı oluşturulmuştur.
- 30 sayılı karar ve buna ilişkin tebliğler.
- Yabancı Sermaye rejiminde değişiklik. DPT'de Yabancı Sermaye Başkanlığı'nın oluşturulması. (Ancak yabancı sermayeye ilişkin ve sadece ev sahibi ülkenin politikaları

¹⁴⁹ Ibid, ss.16-18.

¹⁵⁰ Ibid, ss:18-26.



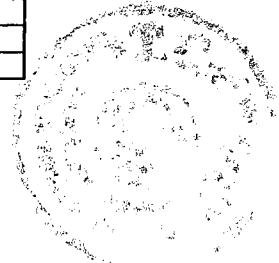
ile yabancı sermayenin çekilebileceği yaklaşımının sürdürüldüğü gözlenmiştir. "izin" kelimesi çerçevesinde özetlenebilecek tutum da sürmektedir.)

- Bankalar Kanunu
- İMKB'nin faaliyete geçişi.
- Serbest Bölgeler Kanunu
- Finansal Kiralama Kanunu
- Özel Finans Kurumları
- Garantisiz ticari borçlarla ilgili düzenlemeler
- "Şirket Kurtarma Yasası" şeklinde anılan çok amaçlı kanun.

Türkiye halen bir liberalizasyon ve finansal entegrasyon süreci içerisinde olup bu sürecin belli başlı noktalarla geçmişten günümüze gelişimini aşağıdaki Tablo 7'de görmek mümkündür.

Tablo 7. Türk Finansal Sektörünün Liberalizasyon Süreci 1980-2001.

TÜRK FİNANSAL SEKTÖRÜNÜN LIBERALİZASYONU 1980-2001 (1)	
1980	Kredi faizlerinin ve geçici bir süre için mevduat faizlerinin resmi olarak belirlenmesi sona erdi, Mevduat Sertifikaları ihraç edilmeye başlandı.
1981	Sermaye Piyasası Kanunu oluşturuldu.
1982	Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu.
	Bankalar Kanunu yenilendi ve 70 numaralı karar kabul edildi.
	Mevduat Sigorta Fonu kuruldu.
1983	Bankalara Tek Düzen Hesap Sistemi getirildi.
	Bankaların yurtdışından direkt olarak borçlanmalarına izin verildi.
	Görünmeyen işlemlerde (kalemler) büyük bir liberalizasyon yapıldı.
1984	Gelir Ortaklığı Senetleri ilk kez çıkartılmaya ve kullanılmaya başlandı.
	Bankalara Bağımsız Denetim zorunluluğu getirildi.
1985	Yeni Bankalar Kanunu kabul edildi.
	Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarına ihraçlarına ilişkin düzenlemeler.
	Leasing işlemlerine ilişkin kanun kabul edildi.
1986	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tekrar faaliyete geçti.
	Bankalararası (interbank) para piyasası kuruldu.
	SPK tarafından finansman bonusu uygulamaları tanıtıldı.
1987	Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başladı.
	Bankalar yatırım fonları kurmaya başladılar.
	Borsada kote şirketlere bağımsız dış denetim zorunluluğu getirildi.
1988	İlk ATM makinesi uygulamaları başlatıldı.
	Yabancı para ve döviz piyasaları oluşturuldu.
	Tüketici kredisi uygulaması başlatıldı.
1989	Bankalar kredi kartı uygulamalarına başladı.
	Mevduat faizleri liberalize edildi. (Serbest bırakıldı)
	Merkez Bankası'nda altın piyasası devreye kondu.
	Türk bankaları SWIFT şebekesine dahil oldular.
	Bankaların değişken faizli mevduat uygulamalarına izin verildi.
	Türkiye içine ve dışına sermaye hareketleri serbest bırakıldı.
	Uzun vadeli değişken faizli devlet tahvili çıkartıldı.
Yabancı portföy yatırımları koruma altına alındı.	
Bankalar için sermaye yeterliliği zorunluluğu getirildi.	
Hazine'nin kısa vadeli avans uygulamasına limit getirildi.	



Tablo 7. Devam

TÜRK FİNANSAL SEKTÖRÜNÜN LIBERALİZASYONU 1980-2001 (2)	
1990	5 Milyon USD'a kadar olan sermaye çıkışı ve transferler tümüyle serbest bırakıldı. Serbest ticaret bölgelerinde offshore bankacılığa izin verildi.
1991	İMKB'de Tahvil ve Bono piyasası açıldı.
1992	Elektronik fon transferi sistemi operasyonel hale getirildi. Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklikler yapıldı. Devlet kağıtları üzerindeki kurumlar vergisi yarıya indirildi. İlk VDMK ihracına izin verilmesi.
1993	Bankaların altın ithaline izin veren kanunun yayınlanması. Altın borsası kuruldu.
1994	Bankacılık krizlerine karşı tüm mevduatlara devlet garantisi getirildi.
1995	İstanbul Altın Borsası'nda ilk işlemler başladı. İMKB'de Uluslararası vergisiz bir piyasa kurulmasına ilişkin yasa kabul edildi.
1996	İMKB'nin takas ve saklama bankası olan Takasbank faaliyete geçti. SPK tarafından bankalara sermaye piyasası işlemlerini yürütebilmeleri için yatırım şirketi (aracı kurum) kurma zorunluluğu getirildi.
1997	İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası işlemlerine başladı. İMKB Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası Mevduat Sertifikası işlemlerine başladı.
1998/9	Hükümet vadeli mevduatlar üzerindeki garantilerin bir kısmını kaldırdı bir kısmını ise azalttı. İMKB, yeni İMKB-30 endeksi ile ilgili olarak Futures piyasalarını oluşturdu.
2000	Yeni ekonomik ve parasal stabilizasyon programı uygulamaya konuldu. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu kuruldu. Döviz Kurları'nın belli bir band içinde hareketine izin verildi. Özelleştirme işlemlerine hız verildi.
2001	Yeni ekonomik ve yapısal reformlar kabul edildi. Döviz Kurları'nın hareketi serbest bırakıldı. Merkez Bankası özerk hale getirilmesine karar verildi 3 devlet bankası (Ziraat, Halk, Emlak) yönetimleri birleştirildi. Özelleştirmelere (THY, Telekom vb) hız verilmesine ilişkin kararlar alındı.

Bu tabloda dikkat çeken bir husus da 1980'lerin 1990'lı yıllara nazaran makroekonomik açıdan daha yapısal ve önemli adımlar içermesidir. 1990'lı yıllarda daha teknik ve operasyona yönelik adımlar atılmıştır. 2000'li yıllarda ise yeniden radikal adımların atılması gereği ile yüzyüze gelinmiştir.

Yukarıdaki tablo7'de belirtilen düzenlemelerin tümü eksikliği hissedilen düzenlemeler olup zaman içerisinde hepsinin değerlendirilmeleri yapılmıştır. Finansal piyasalar ve uluslararası finansal entegrasyon konusunda, hareketli geçen ilk yıllarda toplumsal anlaşma minimumları ile ilgili olarak atılması düşünülen diğer adımlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Dalgalı faizli ve daha uzun vadeli tahviller
- Gayrimenkul Yatırım Fonları



- İpotekli borç senetleri
- Lease Paper
- Türkiye Fonları
- Akreditif karşılığı finansman bonusu ihracı
- Bankaların faaliyetlerinde maliyet azaltıcı düzenlemeler
- Enflasyonun hızının azalmasına paralel olarak;
 - İpotek yasası
 - Hayat sigortacılığı ve emeklilik fonları¹⁵¹

Ancak görülen odur ki bu konuların bir kısmına ilişkin çalışma ve uygulamalar yapılmış olmakla birlikte, aradan oldukça fazla zaman geçmesine rağmen halen bir çoğuna ilişkin olarak ciddi adımlar atılamamıştır. Yani yapısal değişimlerden çok ekonomik istikrarın elde edilmesine yönelik günlük acil tedbirlerle piyasalar yürütülmeye çalışılmıştır. Bu tür bir politikanın sağlıklı çözümler üretemediği günümüzde artık kabul görmüş ve o yönde adımlar atılmaya başlanmıştır. Belirtilen bu süreç ilk hızıyla olmasa bile hala devam etmekte ve çağın gerekleri teknolojik ve finansal yenilikler, yapılan düzenleme ve kanuni değişiklikler ile takip edilmeye çalışılmaktadır.

Daha öncede belirtildiği üzere gelişmekte olan, ulusal ekonomilerin sürekli ilerleme kaydeden küresel finans sistemine entegrasyonu, finansal sektörün liberalize edilmesi olarak adlandırılan bir takım yeni uygulama ve politikaların yerine getirilmesi ile mümkün olabilmektedir. Liberalizasyonun arkasındaki amacın, tasarrufların artırılması ve ekonomik yeterliliğin ve üretim geliştirilmesi yoluyla, büyümenin devam ettirilebilmesi ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi olduğu düşünülürse, maalesef Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda varılan en önemli iki sonucun, uzun vadeli istikrarı sağlamadan uzak bir politikanın izlenmesi ve ekonomilerin kısa vadeli sermaye hareketlerine sıkışıkya bağımlı olmasının olduğu söylenebilir. Ortaya çıkan bu durumlarında finansal istikrarsızlığı arttırmakta olduğu ve gelişmekte olan ülkelerde bir seri finansal krizlere sebep olduğu rahatlıkla söylenebilir.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizleri, finansal piyasa entegrasyonu ile ilgili olarak bir başka açıdan dışsal ve içsel sebepler olarak ikiye ayırmak mümkündür. Dışsal sebepler, diğer gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerden etkilenme olarak

¹⁵¹ Ibid, ss.55-58.



açıklanabilir. Buna örnek olarak Asya-Pasifik ülkelerinde veya Rusya'da meydana gelen krizlerden Türkiye'nin etkilenmesi ve finansal piyasalarda sıkıntı yaşanması olarak açıklanabilir. İçsel sebepler ise ülke içinde politik arenada meydana gelen olaylar veya para politikalarında ortaya çıkan aksaklıklar sebebiyle yaşanan krizlerdir. İkincisinin etkisi birincisine göre daha büyük ve kalıcıdır. Problemin ortadan kaldırılması ise doğal olarak daha fazla vakit almaktadır. Türkiye'de 1998 yaz aylarında yaşanan kriz 1. Durumun ve de Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal krizler de 2. durumun en güzel örnekleridir.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu yükselen pazarlar (emerging markets) kategorisinde 28 ülke bulunmaktadır. Bunların 10'u Asya, 10'u Avrupa, Ortadoğu ve Afrika, 8'i de Latin Amerika ülkesidir. Çeşitli makroekonomik göstergeler açısından Deutsche Bank'ın 2001 yılı tahminlerine dayanarak hazırlanan ve makroekonomik göstergeler açısından en iyi ve en kötü 3 ülke şeklinde verilen Tablo 8'de Türkiye'nin diğer ülkeler ile karşılaştırılması mümkündür.¹⁵² Bu çalışmada Türkiye'nin durumu en kötü yeni yükselen pazarlar

Tablo 8. Gelişmekte Olan Ükelere İlişkin 2001 Yılı Tahminleri
(En İyi ve En Kötü Durumda Olan 3 Ülke)

(-)			(+)		
En Düşük Büyüme Hızı			En Yüksek Büyüme Hızı		
Türkiye	Peru	Arjantin	Çin	Hindistan	Macaristan
-%3.0	%0.4	%1.3	%7.7	%6.4	%5.1
En Yüksek Enflasyon Hızı			En Düşük Enflasyon Hızı		
Türkiye	Ekvator	Rusya	Hong Kong	Tayvan	Tayland
%55.0	%25.0	%17.0	-%50.0	-%50.0	%150.0
En Yüksek Cari Açık/GSYİH			En Yüksek Cari Fazla/GSYİH		
Slovakya	Polonya	Bulgaristan	Singapur	Filipinler	Rusya
-%5.2	-%5.2	-%5.1	%24.3	%12.5	%10.6
En Bozuk Mali Denge/GSYİH			En İyi Mali Denge/GSYİH		
Türkiye	Malezya	Venezüella	G. Kore	Hong Kong	Meksika
-%14.4	-%5.8	-%5.6	%0.9	-%0.2	-%0.7
En Yüksek Kamu Borcu			En Düşük Kamu Borcu		
Endonezya	Ekvator	Filipinler	Çin	Hindistan	G.Kore
%96.8	%91.0	%79.1	%14.2	%20.0	%32.5
En Yüksek Dış Ticaret Açığı			En Yüksek Dış Ticaret Fazlası		
Hindistan	Polonya	Türkiye	Rusya	Endonezya	Malezya
-0.18 Mio \$	-13.30 Mio\$	-10.50 Mio\$	50.2 Mio\$	18.9 Mio\$	17.0 Mio\$
En Düşük Döviz Rezervi			En Yüksek Döviz Rezervi		
Ekvator	Bulgaristan	Hırvatistan	Çin	Hong Kong	G.Kore
1.0 Mio\$	3.1 Mio\$	3.5 Mio\$	182.0 Mio\$	115.8 Mio\$	103.0 Mio\$

Kaynak: Radikal Gazetesi, M. Eğilmez, 14.06.2001

¹⁵² Mahfi Eğilmez, "Rakipler Ne Durumda", RADIKAL İNTERNET BASKISI, 15 Haziran 2001, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=5039&tarih=14/06/2001&oturum=8b46242959ff5297171ab48b57547c92>, 15 Haziran 2001.

sınıflandırmasında üç kategoride birinci, bir kategoride de üçüncü sırada yer alarak 28 ülke arasında oldukça kötü bir görünüm çizdiğini görmekteyiz. Çin’se geliştirmekte olan ülkeler arasında en iyi durumda olan ülke olarak dikkat çekmektedir. O nedenle gerekli adımların bir anca önce atılarak gerekli önlemlerin alınmasında fayda vardır. liberalizasyon ve makroekonomik açıdan 1980’lerde ciddi anlamda atılan adımlara benzer şekilde gerekli değişimlerin yerine getirilmesi gereği 2001 yılında yeniden karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’nin 2000’li yıllarda güçlü ve rahat bir ekonomiye sahip olabilmek amacıyla yeni bir ekonomik programı Mayıs 2001 itibariyle uygulamaya başlamış ve bu yönde önemli yapısal adımlar atmış ve değişimlere başlamıştır.

1.2. TÜRKİYE’DE FİNANSAL PİYASALAR

Geçmişten günümüze Türkiye finans piyasaları açısından hiç kuşkusuz büyük bir yol katetmiştir. Bunda da liberalizasyon hareketlerinin ve atılan radikal adımların büyük bir etkisi olmuştur. Tüm bu yenilik ve değişimlerin sonucunda Türk finansal piyasalarının bugün geldiği yapıyı incelemek faydalı olacaktır.

Türkiye’de finansal piyasaları 4 ana başlık altında inceleyebiliriz. Bunlar :

- Para (TL) piyasası,
- Döviz piyasası,
- Bono/Tahvil piyasası
- Hisse senedi piyasası

Para, döviz ve de bono/tahvil piyasaları enflasyon, devalüasyon, faize ilişkin beklentiler ile mümkün olduğunca arz ve talebe döviz fiyatları ve faiz oranlarının belirlendiği finansal piyasalardır. Aşağıda irdelenen konu gereği para, döviz ve de bono/tahvil piyasalarına değinilmektedir.

1.2.1. Para Piyasası:

Bankalar ve finansal kurumların kendi yatırımlarını gerçekleştirmek veya müşterilerinin ihtiyaçları için TL temin etmeye çalıştıkları ya da ellerindeki TL fonlarına müşteri aradıkları ve böylelikle de kısa vadeli faizlerin belirlendiği piyasaya para (TL) piyasası adı verilmektedir.

Genel olarak teorik anlamda piyasalar mal ve sermaye piyasaları olarak belirtilmekte ve de para piyasaları da döviz, TL ve bono piyasalarının genel tanımı olarak da kullanılmaktadır.

Ancak Türkiye’de para piyasası, yalnız banka ve finansal kurumların TL alım satımı yaptığı piyasa olarak işlem yapmaktadır. Merkez Bankası ve bankaların fon yönetimlerinin TL masaları para piyasalarının en önemli aktörleridir. Para piyasasına ilişkin işlemler organize İMKB ve Takasbank gibi piyasalar aracılığıyla yürütülmesinin yanısıra, bankaların kendi aralarında oluşturdukları elektronik data transferi sağlayan özel iletişim hatları üzerinden de yapılabilmektedir.

Hazine’de para piyasasında kamu bankalarında bulunan hesapların yönetilmesi yoluyla yer alır. Hazine devletin kasası görevini yürüttüğü için, örneğin kamu maaş ödeme tarihlerine yakın kamu bankaları aracılığıyla piyasaya girerek büyük çapta TL alışverişi yaparak etkin bir rol üstlenir. Bunun yanısıra vergi ödeme günleri ve Hazine’nin bütçe finansmanı için yapmakta olduğu ihaleler ve de Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili itfa tarihlerinde Hazine’ye ilişkin nakit hareketleri piyasayı etkiler. Özellikle kısa vadeli faizler önemli ölçüde etkilenir.

Merkez Bankası para piyasasındaki işlemlerde iki şekilde yer alır. Öncelikle hemen hemen her gün açtığı repo veya reverse repo ihaleleri ile banka ve kurumlara yönelik işlemlerde bulunur. Her iş günü akşamı kendisine iletilen banka bilanço ve pozisyon bilgilerine bağlı olarak Hazine’nin takip eden iş gününe kadar plasman veya fonlama yapacağı konusunda geçici tahminde bulunur. Ertesi günde bunu netleştirerek piyasanın ne kadar rezerv ile açıldığını, buna göre de repo veya reverse repo yapacağını duyurarak para piyasası işlemlerini başlatır. İkinci görevi ise genellikle gün sonunda bankaların pozisyonlarına göre onlara yaptığı fonlamalardır. Bu mekanizma interbank olarak adlandırılmaktadır ve lender of last resort denilen “sistemdeki likidite ihtiyacını giderebilmek için başvurulabilecek en son kurum” görevini Merkez Bankası günlük bazda yerine getirmektedir.¹⁵³

1.2.2. Döviz Piyasası:

Para piyasasında olduğu gibi döviz piyasasında da bankalar, finansal kurum fon yönetimleri ve Merkez Bankası rol almaktadır. Bireysel yatırımcılar ve şirketler döviz ile ilgili işlemlerini bankalar üzerinden yürütürlerken, Hazine, genellikle direkt olarak Merkez Bankası aracılığıyla yürütmektedir. Banka dealer’ları gün içerisinde bankalarının pozisyonlarına göre almak veya satmak istenilen miktarda döviz en uygun fiyattan alıp satmak ile sorumludurlar. Merkez Bankası’nın piyasada izlediği politika ne tür bir döviz kuru politikası izlediğiyle yakından ilgilidir. 1994 yılında yaşanan krizden 2000 yılına kadar geçen sürede T.C. Merkez

¹⁵³ Saruhan Özel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul: Alkim Yayıncılık, Aralık 2000, ss30-33.

Bankası herhangi bir resmi kurala bağılı kalmaksızın gün içinde ama genellikle gün sonuna doğru piyasalara döviz alım satım yoluyla müdahalede bulunmaktaydı. Buna ek olarak TL'nin döviz sepeti karşısında gerçekleşen enflasyon kadar değer yitirmesini amaçlamaktaydı. 2000 yılından sonra ise Merkez Bankası'nın kur politikası değişmiştir. Her gün döviz kuru alış ve satış fiyatlarının ne olmasını istiyorsa bunu piyasaya önceden ilan ederek bu fiyatlar ile döviz alıp satmayı garanti etmiştir. Böylece arz ve talep nedeniyle döviz sepetinin merkez bankası hedefinden farklı bir yöne gitmesini engellemeye çalışmıştır. Ancak Şubat 2001'de yaşanan ekonomik kriz sebebiyle yeni bir takım önlemler alınmış ve bu amaçla da atılan yeni adımlar kapsamında döviz kurlarının hareketi piyasa koşullarına bırakılmıştır. Yani 2000 yılı öncesindeki eski sistem tekrar işlemeye başlamıştır.

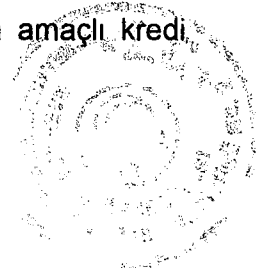
Türkiye'de halen organize vadeli işlemler piyasası bulunmamakla birlikte döviz piyasasında vadeli işlemler olabilmektedir. Bu tür işlemler forward işlemler olarak adlandırılmaktadır. Forward işlemler yardımıyla bankalar müşterileri ile, Merkez Bankası'nda bankalar ile gelecekte belli bir tarihte alınacak veya satılacak belli bir miktar dövizin fiyatını tespit edebilmektedirler. Bu tarih geldiğinde de daha önceden anlaşılan kur ve miktar üzerinden işlem gerçekleştirilir.¹⁵⁴

1.2.3. Bono ve Tahvil Piyasası:

Orta ve uzun vadeli faizlerin belirlendiği piyasalar olarak da adlandırılabilir. Kısa vadeli faizler ise para piyasasında belirlenmektedir. Bono piyasası birincil ve ikincil piyasa olarak ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasa, bono ve tahvillerin piyasaya ilk olarak ihraç edildiği piyasalardır. Maalesef Türkiye'de bazı kamu kuruluşları dışında özel sektör yani şirketler bono veya tahvil çıkarma konusunda aktif değildirler. Fonlama ihtiyaçlarını daha çok yurtiçi ve yurtdışından borçlanma yoluyla karşılamaktadırlar. Türkiye'de devletin de borçlanma ihtiyacı yüksek olduğu için Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili işlemleri piyasasını tamamını oluşturmaktadır denebilir.

Hazine'nin ilk ihraçları Merkez Bankası yardımıyla kapalı ihale sistemi ile yürütülmektedir. İhalelere en büyük katılım bankalardan gelir. Bireysel yatırımcılar ise bankalar aracılığıyla katılırlar. Bankalar müşterileri adına veya sonradan satmak üzere kendi portföylerine bono alırlar. Bankalar maalesef bu noktada ciddi anlamda eleştirilmektedirler. Çünkü müşterilerinden topladıkları mevduatları yani kaynakları üretim veya yatırım amaçlı kredi

¹⁵⁴ Özel, ss.33-36.



vermek yerine kısa yoldan kolay gelir elde etmek amacıyla devlet yatırım araçlarında değerlendirmektedirler. Bu da hiç kuşkusuz ülkenin refahını düşürücü bir etkidir. Devletin Hazine Bonusu ve Devlet Tahvili aracılığıyla borçlanması iç borç olarak adlandırılmaktadır.¹⁵⁵

Türkiye'de para piyasası aracı dendiğinde akla ilk olarak hazine bonusu ve devlet tahvili gelmektedir. Finansman bonoları, banka bonoları, mevduat sertifikaları maalesef hazine bonoları ve devlet tahvillerinin yanında çok önemli bir yere ve paya sahip değildirler. Sermaye piyasası da yine neredeyse para piyasası tarafından yönetilen bir görünüm çizmektedir. Çünkü para piyasasında meydana gelen en küçük bir problem bile sermaye piyasalarını kötü yönde etkileyebilmektedir.

Türkiye'deki finans sektörüne baktığımızda şirketlerin fon kaynaklarını şu şekilde sıralamak mümkündür.

- Kısa vadeli banka kredileri,
- Uzun vadeli borçlanma yolu ile finansman,
- Özsermaye yolu ile finansman,
- Finansal kiralama yolu ile finansman,
- Factoring yolu ile finansman,
- Risk sermayesi ile finansman,
- Özel finans kurumları (İslam Bankacılığı) yolu ile finansman¹⁵⁶

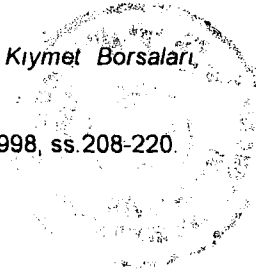
1.2.4. Hisse Senedi Piyasası:¹⁵⁷

Türkiye'de 26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk hisse senedi işlemleri, 3 Ocak 1986 tarihinde yapılmıştır. Hisse Senetleri Piyasası'nda hisse senetlerinin birincil ve ikincil piyasa işlemleri gerçekleştirilmektedir. 5 adet pazar bulunmaktadır. Ulusal Pazar, Bölgesel Pazarlar, Toptan Satış Pazarları, Yeni Şirketler Pazarı, Gözaltı Pazarı. Ulusal Pazar İMKB'nin temel pazarıdır. Borsa kotunda bulunan ve asgari tedavül kriterlerine sahip şirketlerin hisse senetlerinin, güven ve istikrar içerisinde işlem görmekte olduğu pazardır. Sabah 2 saat, öğleden sonra 2 saat olmak üzere günlük toplam 4 saat işlem yapılmaktadır. Tüm aracı kurumlar dealer ve brokerları aracılığıyla burada işlemlerini gerçekleştirirler.

¹⁵⁵ Ibid, ss36-39.

¹⁵⁶ Mustafa Birol Çapanoğlu, *Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları*, İstanbul: Beta Basım Yay. Dağ., 1993, ss:63-70.

¹⁵⁷ İMKB *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 13.b., İstanbul:İMKB Yayınları, 1998, ss.208-220.



1.3. TÜRKİYE'NİN YURTDIŞI FİNANSAL PİYASALARDAN BORÇLANMASI

1.3.1. Türkiye'nin Yurtdışı Finansal Piyasalardan Borçlanmasının Geçmişten Günümüze Değerlendirilmesi

Sermayenin dış kaynakları, dış borçlanma, yardımlar ve yabancı özel sermaye yatırımlarıdır. Türkiye'nin tarihine şöyle bir bakarsak, Cumhuriyet döneminin ilk yirmi yılında, çok sınırlı düzeyde dış borçlanmaya gidildiği ve kalan dış borçların tasfiyesinin büyük önem kazanarak tamamlandığını söylemek mümkündür. "Savaş yıllarında, dış borç miktarının artmasına karşılık altın ve döviz miktarının da artması sonucu ülke Savaş sonrasında "net borçluluğu sıfır" bir biçimde girmiştir." ¹⁵⁸ Osmanlı dönemindeki titiz yaklaşım dış borç ve yabancı özel sermaye konularında duyarlı davranılması gereğini ortaya koymuştur. Hiç kuşkusuz Cumhuriyetin ilanından sonraki dönemde de ekonomik gelişmede kaynak gereksinmelerini karşılamada önemli unsurlardan biri dış borçlar olmuştur. ¹⁵⁹

İkinci dünya Savaşı sonrasındaki dönemde borçlanmanın yapısına bakıldığında başlıca kaynağın ABD olduğunu söylemek mümkündür. Marshall Planı, ve AID gibi düzenlemeler bu dönemde dikkat çeken yardımlar olmuştur. 1950'ye kadarki dönemde ABD yardımı "borç" verme şeklindeyken, 1950-1960 döneminde "bağış"lar ağırlık kazanmıştır. Bunun sebebi olarak da Türkiye'de o dönmedeki siyasi iktidarların ABD karşısındaki tutumu gösterilmiştir.

1950'li yıllardan sonra ülkeye giren dış alım mallarının bedellerinin ödenememiş olması da bu dönemde dış borcun artmasının sebeplerinden biri olmuştur. 1958 devalüasyonundan sonra dış borçların ulusal gelirin içindeki payı giderek artış göstermiştir. Yani dış borç ulusal gelirden daha hızlı artmıştır. Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, Japonya'da İkinci Dünya Savaşı sonrasında uygulanan ekonomik politikaya benzer bir uygulama o dönemde Türkiye'de uygulanmaya çalışılmıştır. Gelen yabancı sermayenin döviz olarak getirilerek tarım, sanayi, ulaştırma ve turizm gibi alanlara aktarılması amaçlanmıştır. Bu amaçla yabancı özel sermayenin girişini kolaylaştıran ilk önlem Kambiyo girişlerini düzenleyen Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'a (25 Şubat 1930 gün ve 1567 sayılı) bağlantılı olarak, 22/04/1947 tarih ve 13 sayılı karar alınmıştır. Ancak amaçlanan bu kaynak aktarımı hususunda maalesef çok fazla başarı elde edilememiştir. Bu dönemde, kısa dönemli ve yüksek faizli yabancı özel sermaye dış ticaretin finansmanı amaçlı olarak kullanılmıştır.

¹⁵⁸ Kenan Bulutoğlu, *100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye*, İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1974, s.142.

¹⁵⁹ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, 8.b., Ankara:Remzi Kitabevi, 1996,s.91.

Buna ek olarak da özel sektöre uzun vadeli dış kredi sağlanmıştır.¹⁶⁰

Türkiye'nin dış borçları, 1970'li yılların ikinci yarısından başlayarak, sayısal yönüyle hızla artmış ve değişimlere uğramıştır. Özellikle 1974 Kıbrıs Savaşı ve aynı yıl yaşanan petrol fiyatlarındaki yükselişle ekonominin girdiği dar boğaz ve dış borç ödeme güçlükleri, bunun yanısıra ekonomik ilişki içerisinde bulunan ülkelerde meydana gelen ekonomik bunalımında etkisiyle, Türkiye ekonomik bir çıkmaza doğru sürüklenmeye başlamıştır. 1978 ve 1979 yıllarında peşpeşe yeni ekonomik istikrar önlemleri alınarak uygulamaya konmuş ancak bunlar ülkeyi istenilen sonuca ulaştıramamıştır. Bu nedenle daha sonra, "24 Ocak kararları" olarak da bilinen, çok daha kalıcı ve köklü bir kararlılık programı 24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konulmuştur. Atılan kararlı adımlar, Türkiye'nin yurtdışındaki kredibilitesini ve güvenilirliğini arttırmış, buna ek olarak dış borç alma imkanlarında artış meydana gelmiştir. Bu amaçla bir dizi deregülasyonlar yapılmaya başlanmıştır.

Bir çok gelişmekte olan ülkede yaşandığı üzere hızlı borçlanma gelişmekte olan ülkeleri borçlanma tuzağı denen ve giderek ağırlaşan borç yüküne doğru itmektedir. Türkiye'de özellikle 1978-80 yıllarında karşılaşılan dış ödeme güçlükleri bunalıma yol açmış ve bu bunalımın giderilebilmesi için uygulanan ücret, para-kredi ve fiyat politikaları, izlenen borçlanma politikasıyla petrol fiyatlarının körüklemesi ile en kolay fakat daha sonrasında en maliyetli yol olan devalüasyonlara neden olmuştur.¹⁶¹

Ülke riskinin diğer tüm riskleri kapsadığı göz önünde bulundurulursa, bu süre zarfında özel sektör de mevcut durumdan olumsuz etkilenmiş ve ancak kısa vadeli borçlanabilmiştir. Bunun sonucu olarak da yatırım amacından çok ancak işletme sermayesi ve spekülasyon amaçları nedeniyle borçlanma ön plana çıkmıştır. Spekülasyon bir amaç taşımasının nedenlerinden biri iç ve dış faiz oranları arasında meydana gelen farklılaşmadır. Taşıdığı kur riski ve risk primlerine rağmen, yabancı krediler çoğu zaman yurtiçi TL kredilere nazaran daha düşük maliyetli olup daha fazla talep görmüşlerdir.

Bunun yanısıra, 1980'li yılların sonuna doğru, uluslararası tahvil piyasalarının devreye girmesiyle birlikte sendikasyon kredilerinin uluslararası piyasalardan borçlanma içindeki payında düşüş meydana gelmiştir. Dış borçlanma açısından dış ticaret ve cari işlemler açıkları temel belirleyici olarak kabul edilmişlerdir. Dış borçların ulusal üretim miktarına

¹⁶⁰ Ibid, ss.91-92.

¹⁶¹ Ibid, ss.160-161.

oranının azalma eğilimi göstermesi ve uluslararası rezervlerin toplam dış borçlara oranının yükselmesi olumlu bir gelişme olarak görülmüştür.¹⁶²

Dış borçların sayısal artışı ve niteliksel değişimleri, Türkiye’de yeni kurumsal düzenlemelerin yapılmasını gerektirmiştir. Bu nedenle IMF’ten alınan teknik destekle , Hazine Müsteşarlığı’na bağlı bir dış borç veri tabanı sistemi,1985 ortalarından itibaren çalışmaya başlamıştır. Buna ek olarak dışa açılma ile birlikte yeni uygulamalar da devreye girmiştir. Uluslararası ülke değerlendirme kuruluşları tarafından kredi notları saptanmaya başlamıştır. Değerlendirme sırasında ilgili ülkenin dış borç göstergeleri ve "dış ödemeler dengesi", öbür ekonomik ve siyasal gelişmeleri de kredi notunun saptanmasında önem arz etmektedir.

Türkiye’de iç ve dış borçların anapara ve faiz ödemeleri, diğer bir deyişle, borç servisi, çoğu kez yeni borçlanma yoluyla kapatılmaktadır. Bu da devlet tarafından kullanılan kredilerin maliyetini bir miktar daha hiç kuşkusuz arttırmaktadır. Buna ek olarak da ilk olarak 7 Eylül 1946’da yaşanan ve daha sonra da dünya geneli dikkate alındığında Türkiye’de sık sık yaşanmaya başlanan devalüasyonların etkisiyle Türkiye’nin dış borç yükü giderek artmaya başlamıştır.

Türkiye’de kamu kesimine kullandırılan kredilerin çoğu şu amaçlarla kullanılmaktadır: Uzun dönemli proje kredileri, genellikle altyapı, sanayiin ara malları üretimi, tarım ve kentleşme alanlarında kullanılmaktadır. Özel yatırımların finansman kaynağını ise özel kesim dış krediler sağlamaktadır.

1.3.2. Türkiye’nin Uzun Vadeli Kaynak Temininde ve Kaynakların Kullanımında Karşılaştığı Zorluklar

Türk ekonomisinin ve finansal sisteminin, finansal liberalizasyon ve özelleştirme yoluyla küresel finans sistemine entegrasyonu oldukça karmaşık bir duruma gelmiştir. Türkiye için finansal liberalizasyonun arkasında yatan temel amaç etkinliğin ve tasarrufların artırılması yoluyla sürekli büyümenin ve istikrarın elde edilmesi olmakla birlikte, tüm bunlar finansal bir istikrarsızlığa yol açmıştır. Kullanılan krediler maalesef yeni ve üretken yatırımlara yönlendirilememiştir. Bunun aksine sadece yeni bir dolar yükümlülüğü getiren, geri ödeme zorunluluğu olarak borç kamburuna eklenmiştir. Bunun yanısıra, kısa vadeli borçlanmaların ve sermaye hareketlerinin yol açtığı problemler de göz önüne alındığında piyasaların daha

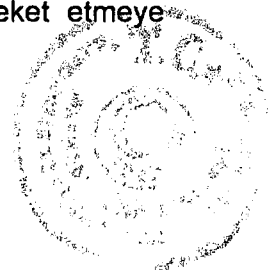
¹⁶² Ibid, ss.232-234.

da sağlıksız bir görünüme sahip olduğunu, işlevini tam anlamıyla yerine getiremediğini ve de tabi bu nedenlerle de kısa vadeli kredilerin çok fazla tercih edilmemekle birlikte kullanılmak zorunda kalınan bir finansman kaynağı olduğunu söylemek mümkündür.

Türkiye'de de diğer birçok ülkede olduğu gibi, işletmeler, aldıkları malların karşılığını ödeyebilmek, artan iş miktarı, ticari borçlar, yeteri miktarda nakit ve diğer likit değer tutabilmek ve en önemlisi sahip oldukları makine, demirbaş ve ekipmanları yıprandıklarında veya gerektiğinde değiştirebilmek amacıyla işletme sermayesi adı altında fon kaynağına ihtiyaç duyarlar. Bu harcamalar, sadece faaliyetlerini yürütebilmek ve mevcut kapasitelerini destekleyebilmek amacıyla gerekmektedir. Doğal olarak bu sermaye ihtiyacı, ticaretin daha fazla mal stoku gerektirdiği ve ödemelerini geç alabilen, gelişmekte olan ülkelerde daha fazladır. Sanayileşme süreci devam ederken, gelişmekte olan ülkeler, maalesef ileride uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını da arttıracak olan mevcut kurumsal kaynaklarının büyük bir kısmını sabit yatırım harcamaları için ayırmak zorunda kalmaktadırlar.

Türkiye gibi yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları ve yüksek döviz kuru volatilitesine sahip ülkelerde, maalesef uzun vadeli finansmanın varolamayacağı rahatlıkla söylenebilir. Ticari alanda, yatırımların yarıda kesilmesi veya eksik bırakılması, firma içinde yaratılan kaynaklara daha fazla yüklenilmesi, kredi ve sermaye şeklinde yabancı fonların araştırılması bu etkinin sonuçlarından bazıları olarak karşımıza çıkmaktadır. Aylık bazda en iyi şartlarla %4-%13 arasında dalgalanan reel faiz oranları ile Brezilya, Meksika ve Arjantin'de olduğu gibi Türkiye'de de sermaye yatırımlarının bir düzene sokulması imkansız gibi görünmektedir. Bununla beraber, bazı firmalar; hükümete ve korunan piyasa koşullarına destek olmak, ileride finansal varlıklarının kötü şekilde etkilememesi amacıyla enflasyonda ve faiz oranlarındaki bir artışa karşı korunabilmek (hedging) amacıyla ve benzeri stratejik nedenlerle, her şeye rağmen yatırımlarına devam etmektedirler.

Yüksek enflasyon ve faiz oranları ortamlarında, Türkiye'de şirketler en iyi strateji olarak, borçlarını minimize etmeyi ve hatta mümkün olduğu durumda tümüyle borçsuz hareket etmeyi benimsemişlerdir. Bunu başarabilmek amacıyla da, ağırlıklı olarak, nakit yönetimlerini geliştirme, mümkün olduğunda nakit karşılığı satış, sıkı envanter kontrolleri, stokların minimumda tutulması ve ürünlerin ucuza satılması yolları üzerinde durmuşlardır. Nakit açısından herhangi bir sıkıntı çekmeyen şirketler ise banka gibi hareket etmeye



başlamışlar ve fon sıkıntısı içerisindeki diğer şirketlere borç vermişlerdir.¹⁶³ Özellikle Türkiye özel sektöründe önde gelen holding ve büyük gruplarının kendi şirketleri arasında grup dışına çıkılmaksızın bu tür uygulamalarla sıkça karşılaşmıştır. Sonuç olarak, benzer özellikleri taşıyan piyasalar gelişerek kısa vadeli finansmanın önemli bir kaynağını teşkil etmişlerdir. Örneğin Türkiye’de, 1980’li yılların sonlarına doğru, sıkı bir şekilde kapitalize olan veya borç almak yerine şirket içi kaynaklar yoluyla kendisini fonlayarak özsermayesini arttıran şirketler en iyi yolu izlemişlerdir. İlginç bir nokta ise, bu yolun tümüyle yabancılara ait veya ağırlıklı olarak yabancılar tarafından yönetilen şirketler tarafından tercih edilmiş olmasıdır.

Burada Türk şirketleri için ortaya çıkan bir başka sorun da, yüksek reel faiz oranları sonucu baskı altında bulunan piyasa nedeniyle, sermayelerini yurtiçi sermaye piyasaları aracılığıyla arttırma da zorlanmaları olmuştur. Bu durumdaki şirketler işlem yaptıkları bankalardan kendi hisse senetleri karşılığında borç almaya çalışmışlar ve yabancılara blok hisse senedi satışı yollarını denemişlerdir. Konuyla ilgili yasal düzenlemeler, bu işlemleri daha zorlaştırmakla birlikte, örneğin Devlet Planlama Teşkilatı’nın o döneme ilişkin araştırmasına göre, Türk işadamlarının bu çabaları göstermiştir ki 1987’de 100 milyon USD tutarında olan direk yabancı yatırımları 1988 yılında 351 Milyon USD’a ve 1989’da da yaklaşık 600 Milyon USD’a çıkmıştır.¹⁶⁴

Yurtdışında kullanılan krediler her ne kadar Türkiye açısından ciddi bir kaynak oluştursa da getireceği maliyet ve bütçede oluşturacağı ek yük nedeniyle de faydası konusunda tartışmalara sebep olmuştur. Yurtdışından kullanılan kredilerin, özellikle döviz girişi sağlayan alanlara yöneltilmesi hiç kuşkusuz bu nedenle faydalı olacaktır. Çünkü bu tür kredilerin geri ödemeleri de anapara ve faiz olarak döviz cinsinden yapılacaktır.¹⁶⁵ Böylece Türkiye’nin ihracat ve turizm gelirlerin yetersiz kalmasının önüne geçilmiş olunacaktır. Dış yardım ve borçlarında desteğiyle kalkınmada büyük başarı elde eden bazı gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası kredi kuruluşlarının ve gelişmiş ülkelerin yönlendirmesi ile birlikte büyüyerek dışa açılmayı hedeflediklerini görmekteyiz. Tüm bunlar göz önünde bulundurulduğunda Türkiye’nin de dikkatli adımlar atmasında fayda olduğu kesindir.

¹⁶³ IFC Economics Dept., "Prospects for the Business Sector in Developing Countries", *IFC Discussion Paper*, No:3, Washington DC: The World Bank, 1989, s. 19.

¹⁶⁴ Ibid., ss. 18-20

¹⁶⁵ Kenan Bulutoğlu, *Kamu Ekonomisine Giriş*, İstanbul: Temat Yayınları, 1977, s. 494.



Bir çok Türk şirketi, kısa vadeli yurtiçi Türk Lirası kredilerini, döviz riskine ilişkin herhangi bir sigorta ve koruma olmamasına karşın, yurtdışından sağladıkları döviz kredileriyle değiştirerek, yurtiçi borç servislerini azaltma yolunu tercih edebilmektedirler. Çünkü döviz cinsinden olan kredilerin maliyetleri faiz ve devalüasyona rağmen yine de yurtiçi piyasadan sağlanan, kısa vadeli TL kredilerin efektif maliyetinden daha düşük olmaktadır.¹⁶⁶ Burada şu noktayı da atlamamakta fayda vardır. Sağlanan bu kaynaklar, ekonomideki yanlış uygulamalar (korumacılık, fiyat düzenlemeleri vb dahil olmak üzere) nedeniyle yurtdışı piyasalarla rekabet edilebilecek endüstri ve sanayi kollarına aktarılmaz ve/veya aktarılamazsa, bu kredilerin geri ödemelerinde kesinlikle problem yaşanacaktır.

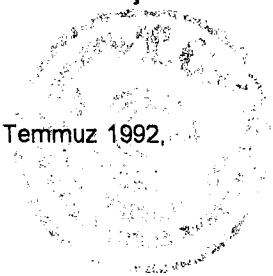
Türkiye'de finansal krizleri ortaya çıkaran finansal istikrarsızlık ve kısa vadeli kaynağa bağımlılığın önüne geçilemez ve kredibilitesi yüksek anti-enflasyonist politikalar üretilemezse, özelleştirme programları için gerekli olan yabancı sermayeye ihtiyaç duyulduğu anda, ekonominin entegrasyonun bir ileriki aşaması olan dolarizasyona doğru kayması söz konusu olacaktır. Kısa vadeli kredi, çoğu zaman üretime yönelik yatırımların oluşturulması için kullanılmamakta, ancak kısa vadeli likidite sıkışıklıklarının önlenmesine yardımcı olmaktadır. Burada hiç kuşkusuz unutulmaması gereken bir nokta da, kısa vadeli sermaye hareketlerine aşırı bağımlılığın, bütçe açıkları ve parasal istikrarsızlık ve piyasada bozulma ve sıkışıklığa yol açtığıdır.

1.3.3. Türkiye'de Dış Borcun Artış Göstermesinin Nedenleri ve Borcun Borçla Finansmanı

Gelişmekte olan ülkeler ve dolayısıyla Türkiye açısından baktığımızda, ödemeler dengesinin cari işlemler açığının idare edilebilir büyüklükten çıkmış olması, dış borcu idare etmenin en büyük zorluklarından biri olarak görülmektedir. Genel kabul gören bu yaklaşım, tartışmalara neden olsa da, sorunun ödemeler dengesi ve de döviz sorunu olduğu üzerinde fazlaca durmaktadır. Hiç kuşkusuz dış borcu yüksek, iç tasarrufun ve kamu giderlerinin yüksek olduğu ve milli gelirin üzerinde harcama yapısına sahip Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde dış borcun süratle artış gösterdiği görülmektedir.¹⁶⁷ Bu nedenle de Türkiye gibi ülkelerin uluslararası finans piyasalarından bütçe açıklarının finansmanı için dolaysız fon bulmaları oldukça zor olmaktadır. Çünkü mevcut borcun ödendikten sonra yenilenmesi için

¹⁶⁶ IFC Economics Dept., s.20.

¹⁶⁷ Gazi Erçel, "Uluslararası Piyasalar Dış Borç Birikiminin Kaynakları", *Finans Dünyası Dergisi*, Temmuz 1992, s.30.



tekrar piyasaya çıkılması itibar gören bir işlemken, bütçe finansmanı için piyasalara yaklaşmak itici olmaktadır.¹⁶⁸

Kür farkları dış borcun artmasında önemli nedenlerin başında gelmektedir. Öyleki 1980-1986 yıllarını içeren bir çalışmada Türkiye'nin artan dış borç/ GSMH oranının yüzde 50'sinden fazla kısmının kur artışı veya kur politikası nedeniyle olduğu belirtilmiştir. Bu anlamda ülkelerin ciddi bir borç stratejisi izlemesi öncelikli olarak görülmektedir. Bunun birinci nedeni geçmişte meydana gelen oluşumları da yorumlayarak mevcut dış borçların idare edilmesi, ikincisi ise yeni borçlanma yöntem ve yollarının bulunmasıdır. Dış borçlanmada dikkate alınması gereken iki husus bulunmaktadır. Bunlar; borçların geri ödenebilmesi ve kredibilitedir.¹⁶⁹ Kredibilitenin dış borç sorunu üzerindeki etkisi, geri ödeyebilme yetisine göre daha fazladır. Çünkü kredibilite bir ülkenin siyasi ve makroekonomik politikaları ile özdeşleşmiştir. Faiz dışı cari işlemler dengesi, reel faiz oranları, GSMH'nin büyüme hızı, dış borcun başlangıçtaki düzeyi, dış borçların geri ödenebilme imkanı vb. ile ilgili etmenleri kapsamaktadır. Buna ek olarak, ülkeye kredi veren kurum, banka ve ülkelerin yaptığı değerlendirmeler ile borçları geri ödeme yetisinin devamlılığı, dış borç/ihracat ve dış borç/toplam üretim rasyoları kredibiliteyi tayin etmeye yarayan faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Her ülkenin tercih ettiği gibi Türkiye'de uygun şartlarla uzun vadeli borçlanmayı tercih etmektedir. Ancak ortaya çıkan ekonomik sıkıntılar nedeniyle kredibilitesinde düşüş meydana gelmiş ve buna bağlı olarak kısa vadeler ile borçlanma imkanı olabilmıştır. Bunun yanısıra vadesi dolan borçların yine yeni borçlanmalar yoluyla ödenmesi de oldukça büyük yükler getirmiştir. Ayrıca kısa denilebilecek süreler ile yaşanan devalüasyonlarda Türk Lirasının değerini iyice düşürmüş bu da mevcut borç yükünün daha da artmasına neden olmuştur.

1.3.4. Türkiye'de Dış Borcun Genel Profiline İlişkin Değerlendirme

Son yıllarda Türkiye yüksek enflasyon ortamında finansal sisteminde deregülasyonlar yapmaya çalışan bir ülke olarak, gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları problemlerle karşılaşmıştır. Hazine'nin ve yurtiçi kuruluşların uluslararası para piyasalarından borçlanmalarının, ülkenin ihtiyaç duyduğu finansmanın elde edilmesi açısından yararı kesindir. Söz konusu fonlar uzun vadeli olarak sağlandığı ve de ülkenin gelecekteki üretim

¹⁶⁸ Erçel, ss.32-34.

¹⁶⁹ Apak,



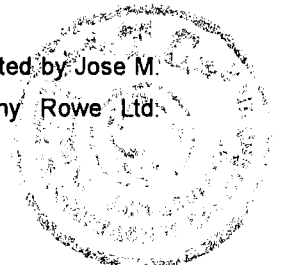
kapasitesine katkı sağladığı ve rekabet gücünü arttırdığı oranda elde edilen fayda da artış göstermektedir.¹⁷⁰ Bununla beraber Türkiye'de ise uzun vadeli bir kaynak oluşturacak ve sermaye yaratacak krediler reel sektöre aktarılmaktan çok para piyasasında devlete borç verilerek değerlendirilmeye çalışılmış, spekülasyon işlemlere kaynak teşkil etmiştir. Faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki istikrarsızlık ve dalgalanma ile ortaya çıkan spekülasyon ve arbitraj imkanı yaratan ortamlar sebebiyle reel ekonomi giderek artan şekilde zarar görmeye başlamış ve genel olarak ekonomi istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Sonuç olarak, Türkiye'de finansal sektör ve reel sektör arasındaki bağlantı oldukça zarar görmüştür.

Türkiye'nin borçlanma profili açısından dikkate alındığında, 1994 krizinin, Türk bankalarının ve firmalarının yurtdışından borçlanma imkanlarını oldukça kötü etkilediğini ve daralttığını söylemek mümkündür. 1994'te yaşanan krizle birlikte batan 3 bankanın yabancı bankalara yaklaşık 200 Milyon USD tutarında borçlu olması ister istemez bu sonucu doğurmuştur. Ertesi yıl finansal piyasalar biraz daha düzene girmiş ve de soğumuş bir izlenim verse de bu kez de hükümetin görevden çekilmesi ile birlikte sağlanan bir miktar güvende yok olmuştur. Türkiye'nin yurtdışından borçlanması açısından bakıldığında yabancı bankaların sürekli üzerinde durdukları konu uzun vadeli kredi kullanılabilmeleri için Türkiye'nin özelleştirme, sosyal güvenlik, tarımın desteklenmesi ve de finansal alandaki yenilikler gibi ciddi anlamda yapısal reformları yerine getirmesi hususu olmuştur. Ancak Türkiye'nin izlediği politika nedeniyle varılan ortak nokta Türkiye'nin uzun vadeli borçlanma yönünde ciddi adımlar atmadığı ve yenilikler yapmadığıdır.

Türkiye açısından, kısa vadeli krediler, gelişmekte olan her ülke için olduğu gibi finansal piyasaların çift taraflı kılıcı konumundadır. Bir yandan artan rekabet yoluyla yurtiçi finansal piyasaların etkinliğini arttıran ve destekleyen bir ortamın oluşmasına yardımcı olurken, öte yandan da bir takım olumsuz sonuçlara neden olmaktadır. Meydana gelen olumsuzlukları; olumsuz dış etkenlerden çabuk etkilenme ve finansal hassasiyet kırılabilirlik (Financial Fragility), döviz kurlarında aşırı dalgalanma, faiz oranlarının artması ve finansal varlık fiyatlarının yükselmesidir.¹⁷¹ Buna ek olarak sermaye piyasasında bazı suni şişme (bubble) ve hareketlerin ortaya çıkması, reel ekonomi açısından daralmaya yol açması, gelir

¹⁷⁰ Abdullah Akyüz, "Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, (Yıl:8, Haziran 1993), No:87, s.19.

¹⁷¹ Erol M. Balkan and A. Erinc Yeldan, "Turkey", *Financial Reform In Developing Countries*, Edited by Jose M. Fanelli and Rohinton Medhora, (y.y): International Development Research Center Anthony Rowe Ltd. Chippenhan Wiltshire Pubs., 1998, ss.129-130.



dağılımında eşitsizliğe sebep olması ve son olarak da hükümetlerin para politikasını yönetme yetisini azaltması da yine aynı şekilde ortaya çıkan olumsuzluklar olarak belirtilebilir.

Örnek olarak, Türkiye ekonomisinin 1994 yılında yaşamış olduğu ilk en büyük finansal kriz verilebilir. 1993'te Türkiye gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları arasında en iyi performansa sahipken, büyük miktarlarla yabancı sermayenin çıkışıyla birlikte tüm finansal piyasalar alt üst olmuştur. %65 oranında devalüasyon yapılmış, Türk lirasına güven azalmış ve bütçe daha da fazla açık vermiştir. Bu anlamda geçerliliğini kaybetmiş bir çok önlem hemen alınmış ve uygulamaya konmuştur. Vergiler arttırılmış, ürün fiyatlarına zam yapılmış, özelleştirme programına hız verilmiş ve TL devalüe edilmiştir. Ancak atılan tüm bu adımların mevcut durumu kurtarmaya yönelik önlemler olması dikkate alınırca, uzun vadede rahatlama getirecek yapısal anlamda ciddi önlemler alınmadığı söylenebilir.

Kısa vadeli kredilerin bir anlamda dış piyasalara duyarlılığı arttırdığı ve kredibilitiyi de düşürdüğü düşünülürse Türkiye'de bu açıdan oldukça etkilenmiştir. Kredibilitenin ağırlıklı olarak ödemeler dengesi problemleri, devalüasyon ve belli başlı ekonomik ve politik istikrar ile ilgili bir konu olduğu daha önce belirtilmişti. Tüm bu indikatörler maalesef Türkiye için uzun bir dönem oldukça istikrarsız ve dalgalı seyretmiştir. Toplam borcun ihracat gelirlerine oranı Türkiye için 1988-1995 yıllarında oldukça yüksek seyretmiştir. 1982 yılında %200 olan bu oran, 1993 yılında %431'lere ulaşmıştır. Bunun yanısıra Türkiye'nin cari dengesi de yine oldukça dalgalı seyrini korumuştur. Bir başka önemli indikatör olan kısa vadeli kredilerin toplam kredilere oranı da 1993 yılında %28, 1994 yılında %17 ve 1995 yılında da tekrar %27 seviyelerinde gerçekleşmiştir.¹⁷² Tüm bunlar da ülkenin kredibilitesine ilişkin olumsuz sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Tablo 9'den de anlaşılacağı üzere, 2000 yılı 2. Çeyreği itibariyle Türkiye'nin kısa vadeli borçları toplam borçlarının %23.49'u iken orta ve uzun vadeli borçları da %76.51 ile geçmiş yıllardan fazla bir farklılık göstermemiştir. Genel olarak dış borç servisinin anapara ve faiz olarak dağılımı ise yaklaşık %60 anapara ve %40 faiz olarak görülmektedir.¹⁷³ Bu da faiz yükünün ciddiyeti konusunda bize önemli bir bilgi vermektedir.

Türkiye'nin mevcut yurtdışı borçlarının büyük bir bölümü kamuya aittir. Bunun olumlu ve olumsuz tarafları bulunmaktadır. Olumludur, çünkü yapılan borçlanma ve ödenecek borç

¹⁷² Ibid., ss.150-151.

¹⁷³ Global Menkul Değerler Araştırma Müdürlüğü, "The Anatomy of Turkey's Debt Market", *Emerging Turkey* 1999, İstanbul: Oxford Business Group Emerging Market Series, 1999., s.56.



kamu garantisi ile başka kaynaklardan temin edilerek ödenebilir. Öte yandan geri ödemelerin ve faizlerin kaynağını vergi ve vergi benzeri gelirlerin oluşturduğu düşünülürse kamu finansmanına orta vadede olumsuz etki yapmaktadır.

Aşağıdaki Tablo 9'da da gösterildiği üzere dış borç stokunda kamunun önemli bir payı bulunmaktadır. Bunun yanısıra yine aynı tablodan vade dağılımına baktığımızda, genel profilin ortalama %75 orta uzun vade, %25'de kısa vadeden oluştuğunu görmekteyiz. Türkiye'nin dış borç stokunun önemli bir kısmının orta ve uzun vadeli olduğu görülmektedir. Ancak bu dağılımın ibresi de ağırlıklı olarak orta vadeden yanadır. Gelişmekte olan bir ülke

Tablo 9. Türkiye'nin Toplam Dış Borç Stoku (Mio USD)

	1996	1997	1998	1999	2000 1.Ç	2000 2.Ç
TOPLAM	79,627	84,887	96,973	102,110	103,657	106,029
ORTA -UZUN VADE	62,282	66,893	75,756	78,638	78,936	81,125
KAMU SEKTÖRÜ	51,589	50,288	52,412	52,849	53,678	56,199
ÖZEL SEKTÖRÜ	10,693	16,605	23,344	25,789	25,258	24,926
KISA VADE	17,345	17,994	21,217	23,472	24,721	24,904
(%) DAĞILIM						
ORTA -UZUN VADE	%78.22	%78.80	%78.12	%77.01	%76.15	%76.51
KISA VADE	%21.78	%21.20	%21.88	%22.99	%23.85	%23.49

Kaynak: HM,TCMB,

olarak Türkiye'nin uzun vadeli borçlanması zor olmakta, bu tarz borçlanma genelde büyük yatırım projeleri için gerçekleştirilebilmektedir. Eximbank, yatırım bankaları ve büyük yatırımlara (baraj vb gibi) imza atan projelere bu tip krediler verilmektedir.

Türkiye'nin dış borç stoku içerisinde, yıllara göre değişim göstermekle birlikte, ABD dolarının payı %50'ler dolay ile başı çekmektedir. Bunu ortalama %30-35 ve %10'luk paylarla sırasıyla Alman Markı ve Japon yeni izlemektedir.¹⁷⁴ Aşağıdaki Tablo 10'dan da bu durum rahatlıkla görülebilmektedir. Bu tabloda dikkat çeken bir nokta da, Euro'nun devreye

Tablo 10. Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (%)

	1996	1997	1998	1999	2000 1.Ç	2000 2.Ç
AMERİKAN DOLARI	37.87	46.84	48.98	52.86	55.01	54.61
ALMAN MARKI	32.65	33.63	34.6	26.53	24.57	23.5
EURO	0	0	0	5.72	6.95	8.71
JAPON YENİ	14.1	10.57	8.25	7.83	6.78	6.66
DİĞER	15.38	8.97	8.17	7.06	6.69	6.52
TOPLAM	100	100	100	100	100	100

Kaynak: HM,TCMB, DPT,DİE

¹⁷⁴ Kepenek ve Yentürk (2000), ss.261-263.

girmesiyle, Euro cinsinden kullanılan dış kredilerin Alman Markı, Japon Yeni ve diğer para birimlerinden olan kredilerin paylarında bir düşüş meydana getirmesi ve ABD Doları cinsinden olan kredilerin aynı seviyelerde kalmasıdır. Bu nedenle, Türkiye'nin borç profili de dünyanın geneline paralel bir görünüme sahiptir demek mümkündür.

Bunun yanısıra Türkiye'nin bütün gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi derin bir sermaye piyasasına sahip olmadığını görmekteyiz. Çünkü devletin yarattığı crowding out etkisinin özel sektör üzerinde büyük bir etkisi bulunmaktadır. Yurtdışında mevcut olan bu durum, uluslararası finans piyasalarına da yansımakta ve Türkiye'nin yurtdışından borçlanması genel olarak bir tahvil ihracından çok sendikasyon kredisi kullanımları şeklinde olmaktadır. Tablo 11'de Türkiye'nin Dış Borç Kullanımının genel yapısı gösterilmektedir. Yurtdışında

Tablo 11. Türkiye'nin Dış Borç Kullanımları (Mio USD)

	1996	1997	1998	1999	2000 1.Ç	2000 2.Ç
PROJE KREDİLERİ	6,048	9,905	11,505	11,036	3,253	8,431
TAHVİL İHRAÇLARI	2,864	3,481	2,706	5,240	3,173	5,115
TOPLAM	8,912	13,386	14,211	16,276	6,426	13,546

Kaynak: HM, TCMB,

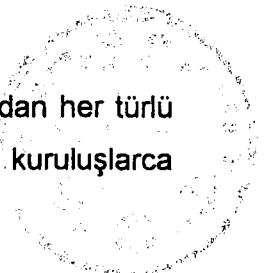
tahvil ihracı'da yine yukarıda belirtildiği üzere ağırlıklı olarak kamu tarafından yapılmaktadır. Ancak küreselleşme kapsamında, Türkiye'de özel sektörde uluslararası piyasalardaki gelişmeleri takip etmekte, uluslararası finans piyasalarını bir yerinden yakalamak ve bir anlamda da kendisini ortaya çıkabilecek risklerden koruyabilmek amacıyla yeni ürünler denemekte, derivatif ürünlere yönelmekte ve bir anlamda bazı vergi avantajları da sağlayabilecek tahvil ihracı gerçekleştirmektedir.

Türkiye'nin borçlanma profiline ve makroekonomik görünümünün 1996 yılından günümüze gelişimine ilişkin detaylı tablolar Ek 3'de verilmiştir.

1.3.5. Türkiye'de Sendikasyon Kredisi Kullanımlarına İlişkin Yasal Çerçeve

Uluslararası sendikasyon kredisi kullanımı Türk Parasını Koruma Kanunu hakkında 32 sayılı kararın Dışarıdan Döviz Kredisi Sağlanması hükümlerine tabidir. Böylelikle Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışından kredi temin etmeleri, bu kredileri bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla kullanmaları kaydıyla serbesttir.

Kamu kurum ve kuruluşları (kamu bankaları hariç) ile belediyelerin yurtdışından her türlü nakdi kredi sağlaması Hazine Müsteşarlığı'nın ön iznine bağlıdır. Söz konusu kuruluşlarca



ön izin almadan sağlanan kredilere ait anapara, faiz ve diğer masrafların transferi yapılmaz.

Bir yıldan uzun (365 gün) uzun vadeli olarak yurtdışından temin edilen nakdi kredileri ile kamu kurum ve kuruluşlarıyla belediyelerin yurtdışından sağladıkları bir yıldan uzun vadeli aynı kredilerin Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü nezdindeki Borç Kütüğü'ne,91/32-5 sayılı Tebliğin 42. Maddesinde belirtilen şekilde kayıt ve tescil edilmeleri gerekir.

Tescil başvuruları, kredi anlaşmalarının bir örneği 91-32/5 sayılı Tebliğ'in ekinde yer alan 1 ve 2 No.'lu bilgi formlarıyla birlikte anlaşma tarihinden itibaren 30 gün içinde kredi borçlusunu tarafından Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'ne yapılacaktır. Türkiye'deki bankaların da katılımıyla yurt dışında yerleşik yabancı bankalarca oluşturulacak bir konsorsiyumdan Türkiye'deki firmalara açılacak krediler yurt dışından sağlanan krediler kapsamında işlem görecektir. Ancak Türkiye'deki bankanın konsorsiyumdaki kredi katkısı için Dış Borç Kütüğü'ne kayıt ve tescil işlemi yapılmasına gerek bulunmamaktadır. Borç kütüğüne kayıt ve tescili yapılmamış kredilerin transferi yapılmaz.¹⁷⁵

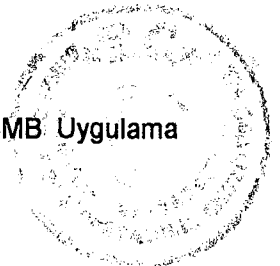
Bir yıldan kısa vadeli döviz kredileri ise bankalar veya özel finans kurumları dışındaki Türkiye'de yerleşik kişilerce borçlu sıfatıyla doğrudan sağlandığı takdirde , anlaşmanın imza tarihinden önce veya imza tarihini takiben 7 iş günü içinde TCMB'ye bildirilmesi gerekir. Konuya ilişkin "Türk Parasını Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğ" Ek 4'te verilmiştir.

1.4. TÜRKİYE'NİN ULUSLARARASI SENDİKASYON PİYASALARI İÇERİSİNDEKİ YERİ VE SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI

1.4.1. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri Piyasaları İçerisindeki Etkinliği

Türkiye'nin yurtdışından uzun vadeli borçlanma imkanları dikkate alındığında, ülkenin kredibilitesi devreye girmekte ve ortaya çıkan güvensiz ve istikrarsız ortam problem yaratmaktadır. Bu anlamda sendikasyon kredilerinin, yapıları itibariyle kullanan ve kullandıran ülkeler açısından büyük bir prestij ifadesi olduğunu düşünürsek, kullandırım sürecinin oldukça detay bir çalışma ile ortaya çıktığını söylemek ve Türkiye'nin uzun vadeli krediden çok kısa ve orta vadeli kredi kullanabildiğini söylemek mümkündür.

¹⁷⁵ Tekstilbank Mevzuat Bölümü, Krediler/Yurtdışından Kredi Alınmasına İlişkin TCMB Uygulama Talimatı, Kısım A, s.6.



Sendikasyon kredileri Türkiye için ucuz dış finansman kaynaklarının başında gelmektedir. Özellikle sendikasyon kredilerinin en büyük borçlanıcıları arasında bankalar, özellikle özel bankalar başı çekmektedir. Büyük, yatırım yapan, girişimde bulunan şirketlerden de sendikasyon kredilerine talep olmaktadır.¹⁷⁶ Sendikasyon kredisi kullanmak isteyen bankalar bu krediyi ihracatın finansmanı için kullanacaklarını belirtmektedirler. Ancak bu bankaların bilançoları incelendiğinde bunun böyle olmadığı görülmektedir. Çünkü bankaların kullandıkları bu kredileri Türk Lirası'na çevirdikleri ve daha sonra da bono piyasasında devlet tahvili ve hazine bonusu olarak değerlendirdikleri görülmektedir. Yani reel bir yatırım yapmaktan, üretimi arttırmaktan çok, son yıllarda çokca rastlanan kolay gelir elde etme ve faizden faiz kazanma yollarını tercih etmektedirler.

Türkiye'nin yurtdışından kullandığı sendikasyon kredileri yıllar itibariyle değişiklik göstermiş olsa da yine de belirli bir istikrara salıp olmuştur. Çünkü yaşanan her ekonomik krizle birlikte hükümet ekonomi ve finansal piyasalar açısından bir takım tedbirler almış, yurtdışına güven arzetmeye devam etmiş, ümit vermiştir. Bu nedenle de yurtdışından aktarılan kaynaklarda da ve dolayısıyla sendikasyon kredisi kullanımlarında çok ciddi bir azalma meydana gelmemiştir. Ancak kredi vadelerinde kısaltmalar göze çarpmıştır. Türkiye'nin kredibilitesini mevcut tüm olumsuzluklara rağmen sürdürebilmesinin nedenlerinden biri de sahip olduğu coğrafik konumdur denebilir. Ancak Türkiye, ekonomisine ilişkin olarak, yurtdışı kuruluşlara verdiği tüm sözlere, aldığı önlemlere ve attığı önemli adımlara rağmen, yaramaz bir çocuk edasıyla her seferinde aynı hataları tekrarlayarak başladığı noktaya dönmüştür.

Türkiye'de kullanılan sendikasyon kredilerinin uzun vadeli olması amaçlanmakla birlikte tüm yabancı kuruluşların üzerinde ısrarla durduğu gibi Türkiye'nin politik anlamda bir takım riskler taşıyor olması nedeniyle, maalesef genelde ancak kısa vadeli olarak kullanılabilir. Dış borçlanma açısından daha önce belirtildiği üzere geri ödeyebilme kabiliyeti ve kredibilite yeterlilikleri önem taşımaktadır. Uluslararası finans piyasalarında, Türkiye'nin geri ödeyebilme kabiliyetine ilişkin bir kuşku oluşmasa da kredibiliteyi oluşturan en önemli unsur olan ülke riski nedeniyle bu konuda ciddi sıkıntılar yaşanmaktadır. Bu nedenle de kullanılan krediler kısa vadeli olarak sık sık yenilenecek kullanılabilir. Yenilenebilmesi anlamında bir prestij sağlasa da kullanılan kaynakların, üretimi sağlayacak ve belki de bir döviz girdisi sağlayabilecek alanlara ve yatırımlara aktarılmaksızın kısa vadeli

¹⁷⁶ Global Menkul Değerler Araştırma Müdürlüğü, s.95.

çözümler için kullanılması problem yaratabilmektedir. Çünkü daha önce belirtildiği üzere sağlanan döviz cinsinden kaynağın, aktarıldığı alanda döviz cinsinden bir girdi sağlayabilecekse, bu işlem ancak o zaman tam anlamıyla amacına ulaşmış olacaktır.

Türkiye’de de diğer ülkelerde olduğu gibi şirketlerin ve bankaların özellikle sendikasyon kredilerine yönelmelerinin temelinde, finansman kaynaklarını çeşitlendirme ve döviz kurlarındaki artış oranı ile yurtiçi faiz oranları arasındaki makasın açıldığı dönemlerde, dönemsel maliyet avantajından yararlanma gibi bir takım amaçlar yatmaktadır.¹⁷⁷ Ancak sendikasyon kredilerinin uzun vadeli kullanılması tercih edilmekle birlikte, bankalar tarafından kullanılan sendikasyon kredilerinde vadenin genelde 1 yıl civarında olduğu görülmektedir.

1.4.2. Türkiye’nin Son Yıllarda Sendikasyon Kredisi Kullanımları

Türkiye ilk olarak 1970’li yıllarda uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi şeklinde borçlanmaya başlamıştır. Türkiye’de dikkat çeken ilk sendikasyon kredisi borçlanması 1975’te BOTAŞ’ın 5 yıl vade ve LIBOR+1.5 ile 150 milyon USD tutarında kullanmış olduğu kredidir. 1980’li yıllarla birlikte liberalizasyon sürecine giren Türkiye sendikasyon kredileri piyasasında daha aktif olarak yer almaya başlamıştır.¹⁷⁸

Körfez krizini takiben, Türk kamu ve özel kuruluşlarının sendikasyon kredileri piyasasındaki aktivitelerinin daha da arttığı görülmüştür. Ancak mevcut borçların arttırılmasından çok vadeleri gelen borçların yenilenmesi yolu tercih edilmiştir.¹⁷⁹ Yine kriz dönemlerini takiben Türkiye’nin orta ve uzun vadeli borçlanamadığı ve kısa vadeli borçlanmak zorunda kaldığı ve fiyatlamların da yüksek olduğu dikkat çeken bir unsur olmuştur. Örneğin Körfez krizinin sonrasında ve daha sonraki dönemlerde yaşanan finansal krizleri takiben Türkiye’nin borçlanma yapısı incelendiğinde bu durumun daha açık ortaya çıktığını söylemek mümkündür.

Türkiye ve diğer bir çok gelişmekte olan ülke açısından bakıldığında gelişim yolunda atılan önemli adımların başarılı olabilmesi için etkili, yetkin, olgunlaşmış ve de oturmuş piyasalara ihtiyaç vardır.¹⁸⁰ Yurtdışı bankalar ve finansal kurumlar, Türkiye’de piyasayı birinci ve ikinci

¹⁷⁷ Akyüz, s. 18.

¹⁷⁸ Apak, s. 89.

¹⁷⁹ Apak, s. 89.

¹⁸⁰ Mehmet Sulhi Tekbaş, "Development of Emerging Market: The Turkish Case, Turkey: The Development of Major Economy", *A Euromoney Conference*, İstanbul :Euromoney Publications, 24-25 February 1992, s.28.

grup bankalar olarak ikiye ayırmaktadırlar. Birinci grup bankalar ana borçlanıcılardır. Garanti Bankası'nda bu grubun içerisinde. Garanti Bankası, 1994 ekonomik krizini takiben Temmuz 1995-Nisan 1996 döneminde 460 milyon USD tutarında üç sendikasyon kredisi kullanmayı başarmıştır. Bu bağlamda sendikasyon kredisi için çalıştığı bankalar da hep Japonya, Amerika ve Avrupa'dan dünyanın önde gelen bankaları olmuştur. Birinci grupta yer alan bankalar için maliyetler diğerlerine nazaran bir miktar daha düşük olabilmektedir. Garanti Bankası yine yukarıda belirtilen dönemde Libor+%0.8 gibi oldukça iyi ve rekabetçi bir faiz üzerinden borçlanabilmiştir. Bunun yanısıra gerçekleştirdiği işlemler ve kullandığı sendikasyon kredileri açısından da piyasada bir öncü görev üstlenmiştir. Yine İş Bankası, Akbank, Türk Ekonomi Bankası sendikasyon kredileri piyasalarından oldukça iyi şartlarla borçlanabilen bankalar olmuşlardır.¹⁸¹

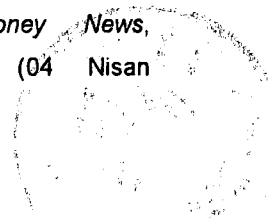
1994'te gerçekleşen finansal krizden sonra yabancı bankalar Türkiye'ye uzun vadeli kredi vermeyi riskli görmekte ve kısa vadeleri tercih etmektedirler. Bankalar tarafından kullanılan sendikasyon kredilerine bakıldığında bir seferde kullanılan ortalama kredi tutarının 100 milyon USD civarında olduğu görülmektedir. Küçük bankalar ve kurumlara nazaran büyük bankaların kullandıkları kredilerin spreadi genelde Libor+%1'den fazla değildir. Özellikle bazı bankalar Libor+%0.8 spread üzerinden kredi kullanmayı başarmışlardır.¹⁸²

Bununla beraber, sendikasyon kredilerinde spread üzerinden ayarlama yapılarak yani spread düşük gösterilerek, ücret ve komisyonlara yükleme yapılabilmektedir. Çünkü bilindiği üzere yurtdışından kullanılan sendikasyon kredileri borçlu için büyük bir prestij ifadesi olmaktadır. Bu nedenle kredi ne kadar düşük spread ile kullanılabilirse, bu borçlunun o kadar güvenilir ve kredibilitesinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

Büyük bankalardan sonra ikinci grup bankalar için ise spread kesinlikle %1'in üzerinden başlamaktadır. Spreadlerin volatilitesi özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından çok yüksek olup örneğin, Türkiye ile aşağı yukarı aynı seviyelerde olan herhangi bir ülkede, kriz meydana gelmesi durumunda, Türkiye'nin yurtdışından borçlanma imkanları hemen zorlanmakta ve spreadlerde ciddi artışlar gözlemlenmektedir.

¹⁸¹ "Turkish Debt Begins to Look Attractive Again", Ocak 1996, *Euromoney News*, <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.96/em.96.04/em.96.04.27.html>, (04 Nisan 2001), s.3.

¹⁸² Global Menkul Değerler Araştırma Raporu, s.95.



1998 yılı içerisinde Türkiye’de kullanılan belli başlı sendikasyon kredilerine ilişkin Tablo 12 aşağıda verilmiştir.¹⁸³ Bu tablodan görüldüğü üzere kullanılan tutarlar ortalama 100-150 milyon USD tutarındadır. Büyük kullanımların yine yurtdışında da güvenarzedenden Türkiye’nin önde gelen bankaları tarafından yapılabildiğini görmekteyiz.Yine 1998 yılında kullanılan bu sendikasyon kredilerinin başka bir özelliği de Asya Krizi nedeniyle uluslararası piyasalarda

Tablo 12. 1998 Yılında Kullanılan Sendikasyon Kredileri

1998 YILINDA TÜRKİYE’DE KULLANILAN BELLİ BAŞLI SENDİKASYON KREDİLERİ	
BANKA	MİKTAR
(MİLYON USD/DM)	
DEMİR BANK	150 USD
AKBANK	250 USD
INTERBANK	25 USD
FİNANSBANK	40 USD
KÖRFEZBANK	50 USD
KOÇBANK	100 USD
GARANTİ	200 USD
TEKSTİLBANK	30 USD
EMLAKBANK	200 USD
AKBANK	250 USD
YAPI KREDİ	150 USD
DEMİR HALK	100 DM
EGS BANK	20 USD
İŞBANKASI	200 USD
BANK EKSPRES	27 USD
TURKCELL	575 USD
EXIMBANK	120 USD
HALK BANKASI	115 USD
PAMUKBANK	50 USD
PAMUKBANK	70 USD
KOÇBANK	125 USD
YAPI KREDİ	150 USD
AKBANK	100 USD

Kaynaklar:Oxford Business Group Yayınları Emerging Turkey, 1998.Sabah, Akşam ve Dünya gazeteleri Haber portalları

ortaya çıkan olumsuz şartlardan etkilenmesi, kolay kredi imkanları bulamaması ve yüksek faiz oranları ve spreadlerle işlem yapmak zorunda kalmalarıdır. Kullanılan bu sendikasyon kredilerinin ortalama faiz oranları ise Libor+ %0.85-1 arasındadır.

Gelişmiş ülkeler ve onları takiben gelişmekte olan ülkelerde de olduğu gibi telekomünikasyon sektörü en fazla sendikasyon kredisi kullanımının olduğu alan olmuştur. Türkiye’nin önde gelen GSM operatörü Turkcell, Kasım 1999’da 550 milyon USD’lik

¹⁸³ Global Menkul Değerler Araştırma Raporu, s.95.

sendikasyon kredisi kullanmıştır. Deutsche Bank, JP Morgan ve Credit Suisse First Boston liderliğinde, 50'den fazla bankanın katılımıyla alınan sendikasyon kredisi ilk yılı geri ödemesiz olmak üzere 5 yıl vadeli. Turkcell'in daha önce, 550 milyon USD tutarında bir sendikasyon kredisi kullanımı daha olmuştur.¹⁸⁴

Hazine Müsteşarlığı'nın 2000 yılının son çeyreğine ait açıkladığı dış borç istatistikleri geçici verilerine göre , Türkiye'nin 2000 yıl sonu itibariyle sendikasyon kredileri de dahil olmak üzere toplam dış borç stoku; bir önceki yıla göre 5.4 milyar USD tutarındaki kısmı kısa vadeli, 5.9 milyar USD tutarındaki kısmı da orta ve uzun vadeli dış borç olmak üzere toplam 11.3 milyar USD artarak 114 milyar 324 milyon USD'a yükselmiştir. 2000 yılı itibariyle kısa vadeli dış borçların toplam dış borç stoku içerisindeki payı %25'e ulaşırken, orta ve uzun vadeli borçların payı %75 civarına düşmüştür.¹⁸⁵ Yani kısa vadeli borçların payı artarken uzun vadeli borçların payında azalma meydana gelmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin, özellikle makul bir kredi riskine sahip olanlarının, uluslararası sendikasyon kredisi piyasası içerisindeki payı giderek artmaya devam etmiştir. 2000 yılı 4. Çeyreğinde gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılan sendikasyon kredisi tutarı 34 Milyar USD tutarında olup kredi spreadlerinde de 1999'un ilk aylarına göre ciddi bir düşüş (1999 1. Çeyrek 280 basis point – 2000 4. Çeyrek 115 basis point) gözlemlenmiştir. Çünkü bu süre zarfında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizlerin etkisinde azalma olmasındır. Bu anlamda Şili 4.7 milyar USD ile en büyük hacme sahip olup onu 4.4 milyar USD ile Türkiye izlemektedir. Türk bankacılık sistemindeki sıkıntılara rağmen, Türk bankaları yine de büyük tutarlarda sendikasyon kredileri imzalayabilmişlerdir.

2000 yılında Türkiye tarafından kullanılan sendikasyon kredilerine baktığımızda ciddi bir payın bankalara ait olduğunu ve borçlanma performansının da çok başarılı olduğunu görmekteyiz. 2000 yılı içerisinde Tablo 13'den de anlaşılacağı üzere peşpeşe Türkiye'nin en büyük tutarlı sendikasyon kredisi kullanımları gerçekleştirilmiştir. Bunlardan ilki Temmuz ayında 450 milyon USD ile Yapı ve Kredi Bankası'nın almış olduğu sendikasyon kredisidir. Yapı ve Kredi finansmanında kullanılacağı belirtilen 500 milyon USD tutarındaki 1 yıl vadeli bu kredi, aynı zamanda Türk bankalarının sağladığı en düşük faizli (LIBOR+%0.45) ve en fazla düzenleyici sayısına (64 uluslararası katılımcı banka) sahip olan

¹⁸⁴ Gültekin Kara, "Turkcell'e 550 Milyon Dolarlık Sendikasyon", *Aksam Gazetesi*, 24 Kasım 1999, <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/1999/11/24/ekonomi/ekonomi3.html>, (23 Nisan 2001).

¹⁸⁵ "Türkiye'nin Toplam Dış Borcu 114 Milyar Dolar'a Yükseldi", *Dünya Gazetesi*, 4 Nisan 2001, s. 10.

sendikasyon kredisi olma özelliğine de sahiptir.¹⁸⁶ Bununla beraber 2000 yılı sendikasyon kredileri toplamı olarak dikkate aldığımızda en fazla borçlanan banka Garanti Bankası olmuştur.

Tablo 13. 1999-2000 Yıllarında Türkiye’de Sendikasyon Kredisi Kullanımları

SENDİKASYON KREDİSİ KULLANIMLARI (MİO USD)					
1999			2000		
KULLANAN KURUM	VADE SONU	TUTAR	KULLANAN KURUM	VADE SONU	TUTAR
Koçbank	Şub.00	29	Koçbank	Mar.01	60
Dışbank	Mar.00	40	Dışbank	Mar.01	60
Garanti Bankası	Mar.00	euro 180	Garanti Bankası	Mar.01	Euro 400
Toprakbank	Mar.00	55	Toprakbank	Nis.01	90
Türk Eximbank	Nis.00	45	Osmanlı Bankası	May.01	100
Vakıflar Bankası	Nis.00	55	Türk Exim	May.01	160
Alternatifbank	May.00	13	Vakıflar Bankası	Haz.01	130
Demir Halk Bankası	May.00	20	Alternatifbank	Haz.01	40
Akbank	Haz.00	150	Demir Halk	Haz.01	Mark 110
Finansbank	Haz.00	65	Akbank	Haz.01	400
Garanti Bankası	Haz.00	250	Finansbank	Haz.01	110
TEB	Ağu.00	60	Dışbank	Haz.01	45
YKB	Tem.00	250	Garanti Bankası	Tem.01	400
Körfezbank	Tem.00	65	TEB	Tem.01	80
Koçbank	Haz.00	100	YKB	Tem.01	450
Demirbank	Nis.00	100	Sabancı	Tem.01	55
Finansbank Holland	Ağu.00	40	Körfezbank	Tem.01	100
İşbankası	Ağu.00	200	Koçbank	Tem.01	220
Finansbank	Haz.00	65	Demirbank	Tem.01	110
Tekstilbank	Eyl.00	35	İşbank	Ağu.01	500
TEB	Ara.00	45	Finansbank*	Ağu.01	85
YKB	Eyl.00	170	Tekstilbank	Eyl.01	25
Türk Eximbank	Eyl.00	110	TEB	Eyl.01	100
Finansbank	Eki.00	30	YKB	Eyl.01	300
Akbank	Eyl.00	200	Türk Exim	Eki.01	220
Garanti Bankası*	Ağu.00	200	Akbank	Eki.01	350
Osmanlı Bankası	Eki.00	65	Denizbank	Eki.01	35
Alternatifbank	Eki.00	17	Garanti Bankası*	Eki.01	225
Koç Holding	Kas.00	110	Osmanlı Bankası	Eki.01	120
Demirbank	Eyl.00	80	Alternatifbank	Kas.01	35
Körfezbank	Ara.00	55	Koç Holding	Kas.01	250
Pamukbank	Eki.00	50	Demirbank	Kas.01	140
Koçbank	Ara.00	120	Körfezbank	Ara.01	100
İş Bankası	Ara.00	275	Pamukbank	Ara.01	100
Koçbank Netherlands	Ara.00	20	Koçbank	Ara.01	220
Finansbank Suisse	Eyl.00	25	İşbank	Ara.01	275
Toprakbank	Kas.00	70	Vakıflar Bankası	Ara.01	75
Demirbank	Ara.00	45	Koçbank Netherlands	Ara.01	32
Oyakbank	Ara.00	32	Toplam USD		6132
Toplam USD		3467	*Banka Bonusu		

* Banka Bonusu

Kaynak: Sabah Gazetesi 28.12.2000

¹⁸⁶ "500 Milyon USD'lik Sendikasyon", *Aksam Gazetesi*, 18 Ağustos 2000, <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2000/08/18/ekonomi/ekonomi5.html>, (30 Nisan 2001).

Garanti Bankası, 2000 yılında toplam 625 Milyon USD ve 400 Milyon Euro tutarında sendikasyon kredisi kullanmıştır. Türkiye açısından en yüksek miktarlı ve en düşük faizli sendikasyon kredilerinin 2000 yılının içerisinde YKB ve İş Bankası tarafından kullanılmasının yanısıra, diğer küçük ve orta ölçekli bankalarda performansları ve kayıtları açısından kendi en yüksek miktarlı ve en uzun vadeli borçlanmalarını gerçekleştirmişlerdir. Örneğin Körfezbank, 14 ülkeden 31 bankanın katılımıyla 1 yıl vadeli, 100 milyon USD'lik sendikasyon kredisi kullanmıştır. Bu kredi Körfezbank'ın bir seferde kullandığı en yüksek tutarlı kredi olma özelliğini taşımaktadır.¹⁸⁷ Yine 2000 yılında Akbank'ın bir iştiraki olan , Londra'da faaliyet gösteren, Türk sermayeli Sabancı Bank, LIBOR+%0.50 ile 55 milyon USD tutarında 3 yıl vadeli sendikasyon kredisi kullanmıştır. Bu kredi de Türk sermayeli bir bankanın sağladığı en uzun vadeli sendikasyon kredisi olma özelliğini taşımaktadır.¹⁸⁸ Türkiye'de ekonomi açısından yaşanan olumlu havanın, bu kredi üzerinde de çok pozitif etkilere sahip olduğu belirtilmiştir.

2000 yılında uygulanan istikrar programı özellikle yılın 3. Çeyreğinin ortalarına kadar yurtdışına oldukça güven vermiştir. Ancak yapılması düşünülen özelleştirmenin yapılması ve beklenen bazı yapısal adımların atılmaması nedeniyle bu güven yerini giderek güvensizliğe, sermaye çıkışına, ve finansal kesim açısından ciddi bir krize bırakmıştır. Bununla beraber her şeye rağmen, 2000 yılı yukarıda da belirtildiği üzere, sendikasyon kredisi kullanımları açısından da yüksek miktar, düşük faiz, uzun vade gibi bir çok ilkin yaşandığı bir yıl olma özelliğini korumuştur. Bunun yanısıra yurtdışında olduğu gibi teknoloji yakından takip edilerek, onunda nimetlerinden yararlanılmıştır. Yurtdışında örnekleri sıkça yaşanmaya başlanan internet üzerinden borçlanma Türkiye'de de gerçekleştirilmiştir. Demirbank tarafından, ilki Temmuz 2000'de 110 milyon USD ve ikincisi Kasım 2000 ortalarında 140 milyon USD olmak üzere toplam 250 milyon USD tutarında sendikasyon kredisi kullanımı, internet üzerinden gerçekleştirilmiştir.¹⁸⁹ Yine Tablo 13'den görüleceği üzere Demirbank'ın bu kullanımlarla birlikte 2000 yılında sağlamış olduğu toplam dış kaynak tutarı 335 milyon USD olmuştur.

¹⁸⁷ "Körfezbank 100 Milyon Dolarlık Kredi Aldı", *NTVMSNBC Haber Portalı*, 21 Temmuz 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/19121.asp>, (20 Nisan 2001).

¹⁸⁸ "Sabancı Bank'a sendikasyon", *NTVMSNBC Haber Portalı*, 4 Temmuz 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/19060.asp>, (27 Nisan 2001).

¹⁸⁹ "Demirbank'a 140 Milyon Dolar Kredi", *NTVMSNBC Haber Portalı*, 28 Kasım 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/47234.asp>, (20 Nisan 2001).

Türkiye’de yaşanan finansal krizler, özellikle son dönemdekiler, finansal sektöre sağlanan kredi imkanlarının üzerine bir gölge gibi düşmüştür. Kasım 2000’de yaşanan kriz maalesef sendikasyon kredilerine ilişkin olarak Türk finansal sektörüne ve kurumlarına fazlaca kredi limiti sağlandığı ve hatta bazı durumlarda kredi miktarlarının iki katına çıkartıldığı ve kredi spreadlerinin Asya krizi öncesindeki seviyelerine düştüğü dönemde meydana gelmiştir. Geri ödenebilirliğine ilişkin problemsiz görünen krediler tekrar yenilenmekle birlikte, uluslararası bankalar piyasaya daha kuşkulu ve seçici tavırlarla yaklaşmışlardır. Bununla beraber, 1.6 milyar USD tutarında kredi yine de vazgeçilmeden ve ertelenmeden Türkiye hükümetine enerji jeneratörü projesi için sendikasyon olarak düzenlenmiştir.¹⁹⁰ Yine buna ek olarak, Kasım 2000’de yaşanan krizi takiben ortaya çıkan likidite sıkışıklığının giderilebilmesi amacıyla 2000 yılı 4. çeyreğinde Hazine tarafından LIBOR+%1 ve %0.5 komisyon ile 1 milyar USD tutarında kısa vadeli (6 ay) sendikasyon kredisi kullanılmıştır.

Tüm bu gelişmelere ek olarak ve de yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen Türkiye 2000 yılında Uluslararası Finans Dergilerinden IFR (International Financial Review), tarafından dış borçlanmada, dünyanın en başarılı ülkesi seçildi. IFR tarafından yapılan değerlendirmelerde, düşük kredi notuna ve uluslararası piyasalarda borçlanma koşullarındaki güçlüğe rağmen, Türkiye’nin gerek vade açısından, gerekse çeşitli piyasalardan çok uygun koşullarda borçlanabilmesine dikkate çekilerek, çok başarılı olduğu belirtilmiştir.¹⁹¹

2000 yılında Türkiye tarafından uluslararası para piyasalarından kullanılan sendikasyon kredilerinin detayına ilişkin bilgi ve tablo Ek 5’te verilmektedir. Bu ekte, borçlanıcılara, borçlanma miktarlarına, borç veren katılımcı bankalara, fiyatlama ve vadeye ilişkin bilgiler detaylı bir şekilde yer almaktadır. Buradan da görüleceği üzere borçlanıcılar genelde bankalar olup, 1999 yılı sonundan itibaren sürdürülmekte olan IMF Para Programı’da dikkate alındığında spreadlerin oldukça düşük olduğunu (genelde ortalama 50-60 basis points) görmekteyiz. Ancak bu kredilerin bir dezavantajı, vadelerinin maalesef genelde uzun değil kısa ve orta vadeli oluşlarıdır. Çünkü Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonomik şartlar ve taşıdığı riskler dikkate alındığında maalesef uzun vadeli borçlanma söz konusu olamamaktadır. Yine 2000 yılı içerisinde yürütülen para programı nedeniyle, uluslararası

¹⁹⁰ IMF Staff Team Led by Bankim Chadha, *IMF Emerging Market Financing Quarterly Periodical on Developments and Prospects*, Vol.II No:1, February 13,2001, s.15.

¹⁹¹ "Türkiye Borçlanmada En Başarılı Ülke", *NTVMSNBC Haber Portalı*, 18 Aralık 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/51848.asp>, (23 Nisan 2000).

para piyasalarından sağlanan sendikasyon kredilerinin vade sonları genelde, programın ilk bölümünün vade sonu olan Temmuz 2001 ayına kadar yoğunluk arz etmektedir. Bu da maalesef kısa vadeli likidite sorununun çözüldüğüne ve uzun vadenin gözden kaçırıldığına ilişkin en güzel örneklerden biridir. Ayrıca bu tür işlemler bütçeye de ek yük getirmektedir.

1.4.3. 2001 Yılına Genel Bakış

2000 yılı içerisinde Türkiye tarafından kullanılan toplam 6.1 milyar USD tutarındaki sendikasyon kredilerinin vadesi bir yıl olduğu için bu kredilere ilişkin yenileme çalışmaları Ocak 2001'den itibaren başlamıştır.¹⁹² Bankalar bu amaçla road-show'a çıkmışlardır. Ancak, Türkiye'de Kasım 2000'de yaşanan krizin etkilerinin geçici olması beklenirken, bu sefer Şubat 2001'de yaşanan kriz ortaya çıkmış ve maalesef Türkiye'nin yurtdışından tüm kredi kaynakları askıya alınmıştır. Sadece Garanti Bankası Şubat ayında yaşanan krizi takiben LIBOR+%0.60 ile 350 milyon Euro'luk sendikasyon kredisi almayı başarmıştır. 18 düzenleyici bankanın katıldığı bu sendikasyon kredisiyle, yabancı bankaların hem Türk özel bankacılık sektörüne hem de Türk hükümetine güven mesajı gönderdiği belirtilmektedir.¹⁹³ Ancak bilinmesi gereken başka bir nokta şudur ki Garanti Bankası aslında bu krediyi kullanırken, 400 milyon Euro tutarındaki vadesi dolan bir sendikasyon kredisini geri ödeyerek bunun 350 milyon Euro'luk kısmını yenilemiştir. Bununla beraber, bu kredi yenilenen bir kredi olarak değil yeni bir kredi olarak lanse edilmiştir.

Garanti Bankası'nın kullanmış olduğu bu sendikasyon kredisi Kasım 2000'de yaşanan krizden sonra Türkiye'de özel sektör tarafından kullanılan ilk sendikasyon kredisi olma özelliğini taşımaktadır. Bunun yanısıra dönen 400 milyon Euro'luk kredide 12 aranjör varken bu kredide 18 aranjör bulunması da takdirle karşılanmıştır. Ancak unutulmaması gereken bir nokta var ki daha öncede belirtildiği üzere aslında katılımcıların çok olması bir anlamda hepsinin daha düşük bir risk tutarı taşımak istemeleri anlamına da gelebilmektedir. Bununla beraber sendikasyon çalışmaları devam ederken politik kriz ve akabinde devalüasyonun yaşanmasına rağmen, bu işlemin dondurulmayarak devam ettirilmesi Garanti'ye ve onun nezdinde Türk bankacılık sistemine duyulan güveni göstermiştir. Bu nedenle iyimser ve olumlu olarak algılanmasında fayda vardır.

Garanti Bankası'nın kullanmış olduğu bu sendikasyon kredisini takiben, Nisan ayında Akbank ve ABN Amro Bank liderliğinde, Türkiye Cumhuriyeti'ne Deriner Barajı ve

¹⁹² "6 Milyar Dolarlık Sınav", Sabah Gazetesi, 28 Aralık 2000, s.10.

¹⁹³ Nadin Taşcıoğlu, "Garanti'ye Kredi Piyasalara Moral", Sabah Gazetesi, 17 Mart 2001, s.9.

Hidroelektrik Santrali Projesi için 330 milyon USD tutarında sendikasyon kredisi sağlanmıştır. Akbank'ın bu kredi içindeki payı 220 milyon USD tutarındadır. Club Deal niteliğindeki bu kredide İş Bankası ve Pamukbank'ta katılımcı olarak yer almışlardır. İlgili kredi diğer kredilere nazaran göreceli olarak uzun vadeli. 6 yıl vadeli bu sendikasyon kredisinin geri ödemeleri sözleşme imza tarihinden itibaren 2 yıl ödemesiz olup 48. Aydan başlamak üzere her 6 ayda bir 5 eşit taksitte yapılacaktır. Bir anlamda proje finansman şeklinde kredilendirilen Deriner Barajı ve HES Projesi'nin 2005 yılında tamamlanması planlanmaktadır. Bu baraj Türkiye'de 1. Dünya'da ise 5. en yüksek baraj olma özelliğini taşımaktadır.

Bu krediyi takiben karşımıza reel sektörden bir kredi kullanımı çıkmaktadır. Beyaz eşya sektörünün önde gelen temsilcisi olan Arçelik, yurtdışından 80 milyon USD tutarında uzun vadeli sendikasyon kredisi kullanmıştır. IFC ve ABN-AMRO Bank'ın liderliğinde, Credit Lyonnais ve Citibank'ın katılımı ile gerçekleştirilen kredinin 30 milyon USD'lık kısmı 4 yıl geri ödemesiz 10 yıl vadeli, geri kalan 50 milyon USD'lık kısmı ise 2 yıl anapara geri ödemesiz 5 yıl vadeli olarak verilmiştir. Faiz oranları ise 10 yıl vadeli kredi için Libor+%3.75, 5 yıl vadeli kredi için ise Libor+%3.25 olarak belirlenmiştir.¹⁹⁴

Şubat 2001'de yaşanan krizi takiben IMF ve Dünya Bankası'ndan gelecek olan 14.3 milyar USD tutarındaki kaynak her kesimini iştahını kabartmıştır. Bu taze kaynağın nasıl kullanılacağı konusu halen netleşmemiştir. Paranın aktarılması düşünülen ilk adres bütçe finansmanıdır. Bu bağlamda gelecek olan bu kaynağın faiz yükselişi ile birlikte 51.8 milyar USD'a çıkan iç borcun çevrilmesinde kullanılması düşünülmektedir. Böyle bir hareketin Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacını azaltacağı ve böylelikle faizlerde düşüşün sağlanacağı ümit edilmektedir. Sonuç olarak likidite sıkışıklığının düşürülmesi amaçlanmaktadır. Bunun yanısıra gelecek olan kaynağın kur riski ve sendikasyon kredisi baskısı altındaki özel bankaların finansmanı için kullanılacağı ihtimali söz konusu olsa da kaynağın iç borcun finansmanında kullanılması ağır basmaktadır. Bu durumda her zaman yapılan hata yine bir zorunluluk olarak yinelenmekte ve reel sektörün ve yatırımların pastadan hakettikleri payı alamayacakları görülmektedir.

Bu bağlamda Mayıs 2001 itibariyle önümüzdeki dönemde gelecek olan dış kaynakları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:¹⁹⁵

¹⁹⁴ "Arçelik'e 80 Milyon Dolar Kredi", Sabah Gazetesi, 24 Nisan 2001, s.9.

¹⁹⁵ "IMF-Dünya Bankası 14 Milyar Dolara Adres Anyor", Dünya Online,30 Nisan 2001,3 Mayıs 2001.

- IMF ek rezerv kolaylığı kullanılmayan bölümü 6.2 milyar USD
- Dünya Bankası'nın kriz öncesi aktaracağı kaynak 5 milyar USD
- Dünya Bankası'ndan kriz sonrası gelecek miktar 2 milyar USD,
- IMF'den kriz sonrası açılacak kredi 3 milyar USD.

Yine Mayıs 2001 itibarıyla Türkiye'nin borç kaynak tablosu ise şöyledir:¹⁹⁶

- Türkiye'nin kaynak ihtiyacı toplamı: 78.9 milyar USD.
- Yaratılacak faiz dışı fazla:9.5 milyar USD.
- Özelleştirmeden sağlanacak kaynak:3 milyar USD.
- Çevrilmesi gereken iç borç tutarı: 51.8 milyar USD.
- Yıl sonuna kadar ödenecek dış borç:11 milyar USD.
- Kamu bankaları ve fon bankaları için gereken:22 milyar USD.

Türkiye peşpeşe yaşadığı finansal krizler sonrasında yurtdışından kredi bulmakta ciddi anlamda zorlanmaktadır. Bu amaçla yapacağı yapısal ve makroekonomik reformlara ilişkin yurtdışındaki finansal kuruluş ve bankalara bir takım güvence ve sözler vermiştir. Her yaşanan finansal kriz sonrasında ortaya çıkan devalüasyon riski, Türkiye'ye sunulan kredi imkanlarının kapanması, vb nedenlerle Türkiye mevcut krizleri atlarmaya yönelik çalışmalar yapmıştır. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001'de peşpeşe yaşanan krizler, ekonominin genel durumunu en güzel şekilde yansıtan, bankacılık ve finans kesimini özellikle vurmuş ve ülkemiz ciddi bir darboğaza girmiştir. Bu amaçla, yukarıda da belirtildiği üzere, bir kısım kredi imkanlarının tüm söz verilen yapısal regülasyon, deregülasyon ve de reregülasyonların yerine getirilmesi koşuluyla Türkiye'ye sağlanacağı belirtilmiştir. Yani yaşanan krizlerle birlikte durdurulan kredi imkanları yavaş yavaş açılmaya başlamış, öncelikle özel bankalar tarafından bir kaç kredi kullanımı, daha önceden yürütülen iyi ilişkiler yardımıyla yapılabilmektedir. 1994 yılında yaşanan krizinden günümüze kadarki dönemde borçlanmanın yapısı bu görünümü sergilemiştir.Türkiye'ye sağlanan sendikasyon kredileri daha önce de belirtildiği üzere maalesef çok uzun vadeli olmamış. Sık sık yaşanan krizler nedeniyle de risk primleri dalgalı ve genelde de yüksek seyretmiştir. Bu durumda bütçeye sürekli artan oranlı yük getirmiştir.

¹⁹⁶ "IMF-Dünya Bankası 14 Milyar Dolara Adres Arıyor", Dünya Online,30 Nisan 2001,3 Mayıs 2001.

SONUÇ

Dünya da ulaşılmak istenen refahın ve dolayısıyla iyi bir yaşam düzeyinin temelini coğrafi konumların ve fiziksel koşulların yanı sıra ülke ekonomilerinin teşkil ettiği bir gerçektir. Ekonomi dendiğinde; iş, yatırımlar, yaratılan iş gücü, emeğin akla geldiği ve tüm bunların temelinde de belirli bir sermaye gereksinimi olduğu düşünülürse dünyada sürekli bir sermaye ihtiyacının mevcut olduğunu söylemek mümkündür. Bu ihtiyaç sermayeyi sınır tanımaz yapmış yani uluslararasılaştırmıştır. Emeğin aksine sermaye tüm dünyada olabildiğince serbest bir şekilde hareket eder hale gelmiştir. Bu da beraberinde küreselleşme kavramını getirmiştir. Küreselleşmenin de beraberinde uluslararası finansal hareketleri getirdiği rahatlıkla söylenebilir.

Küreselleşme konusundaki hareketli tartışmalar nedeniyle kafaların hala karışık olduğunu söylemek mümkündür. Bazıları açısından küreselleşme fakir ülkeler için refaha uzanan bir yol iken, bazılarının göre tam tersi bir görüş hakimdir. Singapur, Tayvan, Kore, Şili, ve diğer bir kaç ülkeye bakıldığında son 25 yıl içinde ihracat artışı ve küresel ekonomiye katılıma dayanan iktisadi strateji sayesinde bu ülkelerin fazlasıyla zenginleştikleri rahatlıkla gözlemlenmektedir. Karşıt görüşü benimseyenler açısından ise küreselleşme fakir ülkelerin gün geçtikçe geride kalmalarına neden olan ciddi bir problemdir. IMF ve Dünya Bankası'nın 20 yıl boyunca Afrika'da uyguladığı programların ardından bu ülkelerin hala fakirlik içinde oldukları, karşıt görüşün en önemli savlarından biridir. Aslına bakılırsa, küreselleşme olgusu ikisi olarak da dikkate alınmamalı diyen başka bir görüşte yavaş yavaş zemin bulmaya başlamıştır. Çünkü gerçek olan kullanım ve uygulama şekilleri ve de dünyanın değişik bölgelerinin küreselleşmeden farklı şekilde etkilendikleridir. Bazı ülkeler için küreselleşme başarıya giden yol için kesilmiş bir bilet işlevi görürken, bazı ülkeler için tek başına fazla bir etkisi olmayan bir olgudur. Hiç kuşkusuz küreselleşmeden bahsedildiğinde ülkelerin coğrafik konumları da önem taşımakta ve bu durumdan olumlu veya olumsuz etkilenebilmektedirler.

Küreselleşme beraberinde ticari işlemlerin serbest piyasalarda gerçekleşebilmesi, özel sermayenin önemli ölçüde giriş yapması ve yeni teknolojilerin elde edilmesinin kolaylaşması gibi avantajları sunmuştur. Bu da beraberinde ülkelerin tüm bu avantajlardan yararlanabilmek amacıyla yeni düzenlemeler yapmalarını, mevcut

düzenleme, uygulama ve mevzuatlarını tekrar gözden geçirerek değişiklik yapma veya tümüyle yürürlükten kaldırma gereklerini getirmiştir.

Diğer bir deyişle, tüm bu uygulamalar ile birlikte uluslararası finansal hizmetler ticaretinde artan serbesti, finansal serbestleşme (liberalizasyon), deregülasyon ve reregülasyonlar, uluslararası sermaye hareketlerinde artış, finansal entegrasyon ve tek pazara yönelim, yatırım bankacılığının ticari bankacılık karşısında artan önemi, teknolojik ilerlemeler, sermaye piyasalarının ticari bankalar karşısında artan etkinliği ve payı, kurumsal yatırımcıların artan önemi, uluslararası ortak düzenlemeler ve denetim gibi sıkça karşılaşılan ve önemli bir gündem oluşturan konularla tanışılmıştır.

Küreselleşme ve uluslararasılaşma ile ilgili olarak gelişmiş ülkelerin dışarıya yansıtılan görünümünden farklı olarak, aslında devlet kontrolünü azaltmayı çok fazla istemedikleri ve deregülasyon hareketlerine ilişkin çok ciddi bir adımlar atmadıkları da üzerinde durulan başka bir tartışma konusudur. Çünkü bu ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere yeni düzenleme ve uygulama istedikleri, bir anlamda bu ülkelerin kemikleşen yapılarını bozmaya çalıştıkları, ancak bunu yaparken kendilerinin dışarı verdikleri imaj farklı olsa da, bir çok açıdan zarar görmemek için çok fazla hevesli olmadıkları belirtilmektedir.

Finansal serbesti ile birlikte piyasalarda kamu müdahaleleri azalmıştır. Finansal döviz kurları gibi fiyatlar piyasada serbestçe belirlenmiş ve mali kurumların ve bir sonraki aşamada yabancı mali kurumların da piyasaya giriş ve çıkışları serbest bırakılmıştır. Finansal serbesti ile birlikte önce gelişmiş ülkeler daha sonra ise gelişmekte olan ülkeler finansal konularda ve bankacılık mevzuatlarında sermaye hareketlerine ilişkin sınırlamaları kaldırmışlar ve yenilikler yapmışlardır.

Dünya ekonomisi son 20 yılda oldukça önemli dönemlerden geçmiş ve ciddi sıkıntılar atlattığı düşünülürse; 1980'lerin gelişmekte olan ülkelere yaşanan dış borç bunalımı, 1990'ların ilk yarısının gelişmiş ülkelerdeki borç bunalımı, ikinci yarısının da gelişmekte olan ülkeleri ve gelişmiş ülkelerin tümünü içine alan küresel krizlerle hatırlandığını söylemek mümkündür. Ancak her ne olursa olsun her krizde ağır darbelerin çoğunu henüz ekonomisini rayına oturtamış, uluslararası piyasalarda güvenilir bir zemin elde edememiş ve de taşıdıkları riskler nedeniyle gelişmekte olan ülkeler almaktadır. Dünya ekonomisinin bugün içinde bulunduğu durgunluk ve tasarruflardaki yetersizlik, gelişmekte olan ülkelere fon akımını sınırlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, ülkelerin borçlanma gerekleri büyük dikkat çekmektedir.

Uzun vadeli finansman kaynakları dendiğinde, akla ilk olarak, sermaye piyasası gelmekle birlikte, özsermaye ve otopfinansman gibi işletme içi kaynakların yanısıra, tahvil ihracı ile uzun vadeli banka kredileri gibi işletme dışı kaynaklar da ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler açısından daha fazla önem taşımakla birlikte, hem gelişmekte olan ülkeler hem de gelişmiş ülkeler açısından baktığımızda kredi kullanımının en önemli dışsal finansman kaynağı olduğu rahatlıkla söylenebilir. Ancak kullanım amaçları ve alanları farklılık arz etmektedir. "Euromarkets" olarak tanımlanan uluslararası finansal piyasalarda en aktif kullanılan borçlanma araçlarının başında sendikasyon kredileri gelmektedir.

Bazı dönemlerde sendikasyon kredileri kullanımı, tahvil ihraçları veya yeni finansal araçlar nedeniyle bir miktar düşüş gösterse de, özellikle yurtdışı borçlanma dendiğinde akla ilk gelen finansal araç olma özelliğini korumuş ve her zaman için gündemde kalmıştır. Sendikasyon kredileri hem sendikasyona katılan katılımcı bankalar açısından hem de borçlu açısından büyük bir prestij ifadesi taşımaktadır. Hatta bu bağlamda kredinin tekrar yenileniyor olması büyük bir anlam ifade etmektedir.

Bunun yanısıra, sendikasyon kredileri, hem kullanan hem de katılımcı bankalar açısından bir çok avantaj da içermektedir. Sendikasyon kredilerinde çok sayıda katılımcı olması nedeniyle riskin dağıtılması sağlanmakta, borçluya ilişkin risk küçük parçalar halinde kalabalık bir katılımcı grup tarafından paylaşılmaktadır. Bunun yanısıra, borçlunun da bir bankadan sağlayamayacağı kadar yüksek miktar da kredi de bir defada sağlanabilmektedir. Borç veren katılımcı bankalar ise, böylece kendi ülkeleri dışında hatta çok uzak ülkelerde müşteri ve de çalışma imkanı bulmakta, bu anlamda müşteri yelpazelerini genişletebilmekte ve bunu da fazla risk almadan yerine getirebilmektedirler. İyi bir sendikasyon kredisi ile adlarını uluslararası piyasalarda duyurma şansına erişmektedirler.

Sendikasyon kredilerinde hiç kuşkusuz, borçlanıcıya ilişkin bilgilerin yeterliliği, detayı, güvenilirliği ve kalitesi kredinin satışını yakından etkilemekte, fiyat ve masrafta iyileşme sağlamaktadır. Farklı bir deyişle, borçlu hakkında bilgilerin tam anlamıyla şeffaf olarak elde edilmesi, sendikasyonu yöneten liderin sektörde güvenilir bir yeri olması ve saygı duyulması, kredinin vadesinin yeterince uzun olması ve herhangi bir garanti veya teminata ihtiyaç duyulmaması sendikasyon kredilerinde başarı sağlanmasına ve miktarlarında da artış elde edilmesine yardımcı olmaktadır.

Uluslararası platformda konu değerlendirildiğinde sendikasyon kredileri açısından en büyük risk ülke riski ve politik risk olarak kabul görmüştür. Bunları likidite riski takip etmektedir. Bir anlamda düşük kaliteli firmaların likidite riskini, yüksek kaliteli firmaların ise politik riski daha fazla taşıdığı yolunda bir çıkarım yapılması mümkündür.

Gelişmekte olan ülkelerdeki pazarların, finansal ve bankacılık sistemine meydana gelen krizlerin, çoğundaki önemli bir faktör, yerel hükümetlerin ve para makamlarının, geçerli olan makroekonomik politikaların henüz olgunlaşamayan mali sektöre etkileri üzerine eğilmemeleridir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından yurtiçi tasarrufların yetersizliği, sağlıklı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin önündeki büyük engellerden biri konumundadır. Yurtiçi kaynaklara göre bir çok açıdan uygun şartlar içeren dış kaynaklara başvurulması gelişmekte olan ülkeler için olduğu kadar gelişmiş ülkeler için de tercih edilen bir yol olmakla birlikte ortaya çıkan faiz yükü ciddi sorunlar doğurabilmekte ve ülkelerin zaten açık veren bütçeleri giderek daha da zor duruma düşebilmektedir. Bu durumda da ödenmesi gereken bir borcun yeni bir borçla kapatılması gereği ortaya çıkmakta ve borcun borçla finansmanı gündeme gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunun doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası tahvil piyasalarından yararlanma imkanlarının da yüksek olmadığı düşünülürse kredi kullanımları tek çözüm olarak karşımıza çıkmakta ve bu durum önemli yapısal adımlar atılmadıkça, makroekonomik önlemler alınmadıkça giderek bir kısır döngü halini almaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin gelişmesinde dış kaynak denildiğinde uzun vadeli kredi akla gelir ve özellikle uzun vadeli kalkınma kredileri büyük önem taşır. Gelişmekte olan ülkelere sağlanan dış kaynakların, kullanan ülkeler açısından üretim sağlanabilecek alanlara yatırılması büyük önem arz etmektedir. Bunun yanısıra, borcun borçla finansmanında maalesef kısa vadeli hareket edilmesine neden olmakta ve bu nedenle de likidite sıkışıklığına ilişkin çözümler üretilirken uzun vade gözden kaçırılmaktadır. Bu açmaz nedeniyle de önemli yapısal ve stratejik çözümler üretilmemektedir. Halbuki kısa vadeli borçların getirdiği yükün azaltılabilmesi için ve de ekonomik durgunluktan çıkışın sağlanabilmesi için makroekonomik yapısal önlemler alınarak uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir. Kullanılan uzun vadeli krediler yardımıyla kalıcı yatırımların yapılması, sermayenin daha geniş bir alana yayılması, sanayi yatırımları hız kazanması sağlanabilecektir.

Ancak gelişmekte olan ÷lkelere kullandırılan sendikasyon kredilerinin genel özelliği de yüksek fiyatlama ve kısa vadeler içermeleridir. Bu da bu tür ÷lkelerin finansal krizler yaşamaya müsait olmalarından kaynaklanmaktadır. 1990'lı yılların sonlarına doğru, gelişmekte olan ÷lkelerde yaşanan finansal krizler sonucunda uluslararası bankalar, en çok bu ÷lke piyasalarına ilişkin işlemlerden zarar etmişlerdir.

Uluslararası para piyasalarından, gelişmiş ÷lkelerin sendikasyon kredisi kullanımları istikrarlı bir şekilde sürerken, gelişmekte olan ÷lkelerin performanslarında iniş ve çıkışlar yaşanmaktadır. Bunun en büyük sebebi olarak da küreselleşen dünya da gelişmekte olan bir ÷lkede yaşanan finansal krizin, çok kısa bir sürede diğer gelişmekte olan ÷kelere de güveni sarsması ve onları da etkilemesi gör÷lmektedir. Bununla beraber, sendikasyon kredileri açısından, gelişmekte olan ÷lkeler, en önemli piyasalardan biridir. Çünkü gelişmekte olan ÷lkeler bu piyasalardan diğer finansal araçların yer aldığı piyasalara nazaran daha rahat, kolay ve uygun şartlarla borçlanabilmektedirler.

Gelişmiş ÷lkeler arasında ciddi bir gelişme göstererek en üst sıralara yerleşen Japon ekonomisi İkinci Dünya Savaşı sonrasında oldukça kötü bir durumda olduğu ve ekonomisi 30 yıl geriye gittiği halde kullandığı kredileri iyi değerlendirmiş ve kaynakların yatırımlara dağılımını başarıyla tamamlamıştır. Hatta Amerikan yardımı ve askeri harcamalar nedeniyle ekonomisini canlandırabildiği 1953 yılından, yaklaşık 20 yıl sonra Japonya etkileyici bir büyüme oranına (yıllık ortalama %9.3) erişerek bütün ÷lkelerin büyüme oranlarının üzerinde bir görünüm sergilemiş ve bunu yıllar boyu sürdürebilmiştir. Bu başarılı performansın temelinde yapılan yatırımların miktarları, kalitesi ve hükümetin yürüttüğu sağlam ekonomik program yatmaktadır.

Japonya'da bu dönemlerde diş kaynak kullanımına gitmiş ve ciddi anlamda sendikasyon kredisi kullanımları gerçekleştirmiştir. Uluslararası piyasalardan kullandığı uzun vadeli kredilerin tümünü sabit yatırımlara, sanayiye ve büyük projelere yönlendirmiştir. Yurtiçinden kullanılan kredileri ise genelde günlük likidite sıkıntılarını çözmekte kullanılmıştır. Uzun vadeli kredilerin özellikle yöneldiği alanlar hükümetin gelişim ve büyüme sürecinde önem verdiği noktalar olarak dikkat çekmiştir.

Japonya bir anlamda bu dönemde ciddi bir liberalizasyon sürecine de girmiştir. Kullanılan krediler iyi durumda olan bir kaç firmadan çok diğer gelişmeye çalışan

firmalara aktarılmıştır. Büyük firmaların bir şekilde zaten kredi kaynağı bulup bunu kullanabilecekleri ve yatırımlarına devam edebilecekleri varsayımı altında kullanılan kredinin daha geniş bir tabana yayılması başarıyla sağlanmıştır.

Tüm bu verilerin ışığında, Türkiye'ye bakarsak, Türkiye'nin 1980 ve 1990'lı yıllarda finansal alanda sürekli atılım yaptığını ve de piyasaların alt yapısını oluşturan kurumları, araçları ve bir takım kuralları hayata geçirdiğini görmekteyiz. Bununla beraber, yıllardır süre gelen çabalarına rağmen Türkiye'nin halen, uluslararası piyasalar ile entegrasyonunu tam anlamıyla tamamlayamadığını da belirtmek bu noktada faydalı olacaktır. Çünkü Türkiye uzun yıllardan beri ekonomisi açısından ciddi problemler ile uğraşmış ve oldukça sık zaman dilimlerinde yaşadığı finansal krizlerle kendisine tam anlamıyla bir çıkış yolu bulamamıştır. Büyük kamu sektörü açıkları, düşük gelir ve tasarruf düzeyleri, buna rağmen artan tüketim halen yüksek faiz oranlarına ve enflasyona neden olmaya devam etmektedir.

Uluslararası finansal piyasalara entegrasyon ve liberalizasyonun arkasındaki amacın, tasarrufların artırılması, ekonomik yeterliliğin ve üretimin geliştirilmesi yoluyla, büyümenin devam ettirilebilmesi ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi olduğu unutulmamalıdır. Bu bağlamda kısa sürede gelişme göstermiş güçlü bir ekonomiye sahip Japonya'nın aksine, maalesef Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda varılan en önemli iki sonuç; uzun vadeli istikrarı sağlamadan uzak bir politikanın izlenmesi ve ekonomilerin kısa vadeli sermaye hareketlerine sıkışıkya bağımlı olması olarak karşımıza çıkmaktadır. Yine Japonya'nın aksine Türkiye'nin yıllardan beri sürekli günü kurtarmaya yönelik çözümler üretmekte ısrar ettiği ve de uzun vadede refahı sağlayacak ekonomik ve siyasi bir politika izleyerek, sağlıklı ve kalıcı makroekonomik önlemler alamadığı rahatlıkla söylenebilir. Bu nedenlerle ortaya çıkan finansal istikrarsızlık da bir süre sonra finansal krizlere yol açmaktadır.

Türkiye gibi yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları ve yüksek döviz kuru volatilitesine sahip ülkelerde, maalesef uzun vadeli finansmandan söz etmek oldukça zordur. Ticari alanda, yatırımların yarıda kesilmesi veya eksik bırakılması, firma içinde yaratılan kaynaklara daha fazla yüklenilmesi, kredi ve sermaye şeklinde yabancı fonların araştırılması bu etkinin sonuçlarından bazıları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye açısından bir başka problem yaratan durum ise, yurtdışından kullanılan uzun vadeli ve önemli miktarda sermaye teşkil edebilecek kredilerin, ortaya çıkan yüksek reel faiz ortamı nedeniyle, yine Japonya'nın uyguladığı planın tersine, reel sektöre

aktarılmaktan çok para piyasasında devlete borç verilerek değerlendirilmeye çalışılması ve de spekülâtif işlemlere konu edilmesidir. Finansal istikrarsızlık nedeniyle ortaya çıkan spekülâtif ve arbitraj imkanı yaratan ortamlar sebebiyle, Türkiye’de finansal sektör ve reel sektör arasındaki bağlantı oldukça zarar görmüştür.

Türkiye uluslararası sendikasyon kredileri piyasasından uzun vadeli kaynak temininde taşıdığı özellikleri nedeniyle bazı engellerle karşılaşabilmektedir. Bu anlamda daha çok kısa ve orta vadeli kredi kullanımları söz konusu olmaktadır. Bununla beraber bu kredilerin Türkiye açısından ucuz bir dış finansman kaynağı teşkil ettiği dikkate alınırsa, Türkiye’nin uluslararası piyasalarda oldukça aktif bir şekilde rol aldığı görülmektedir. Türkiye’nin sendikasyon kredisi kullanımı açısından istikrarlı bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bunun yanısıra borcunu borçla ödeyerek, bir anlamda mevcut borçlarını arttıran bir politika izlese bile, borçlarını geri ödeme konusunda da titiz davranmakta ve uluslararası piyasalarda her şeye rağmen başarılı görülmektedir. Türkiye’nin genel borçlanma profiline bakıldığında, en fazla bankaların ve özellikle özel bankaların, uluslararası sendikasyon kredileri piyasalarından borçlandıkları görülmektedir.

Borcun borçla finansmanının yanısıra yurtdışından kullanılan kredilere ilişkin kur farkları da Türkiye’nin dış borcunun artmasına neden olan önemli etkenlerden biridir. Bunun yanısıra crowding-out etkisi nedeniyle de özel sektör kendisi finansal araç ihraç edememekte ve de devlet her zaman için tek borçlanıcı konumunu sürdürmektedir. Çünkü özel sektör tarafından işletme dışı borçlanma amacıyla ihraç edilen finansal araçlar da, ülke de mevcut riskler nedeniyle yeterli talep görememektedir. Sağladığı garanti ve de sunduğu yüksek faiz oranları nedeniyle devletin borçlanması yatırımcıları bu yöne yöneltmektedir. Sermaye piyasalarının yeterli derinliğe sahip olmaması da bunda en büyük etkenlerden biridir. Çünkü, Türkiye’de sermaye piyasası aslında büyük oranlı olarak para piyasasına bağımlı hareket etmektedir.

Türkiye’de yaşanan finansal krizler, özellikle son dönemdekiler, finansal sektöre sağlanan kredi imkanlarını oldukça kötü etkilemişlerdir. Bununla beraber, Türkiye, düşük kredi notuna ve uluslararası piyasalarda borçlanma koşullarındaki güçlüğe rağmen, gerek vade açısından, gerekse çeşitli piyasalardan çok uygun koşullarda borçlanabilmiş ve başarılı kabul edilmiştir.

Buraya kadar yapılan incelemelerden de görüldüğü üzere, sendikasyon kredileri ister gelişmiş ister gelişmekte olsun tüm ülkeler için en önemli finansman kaynaklarından birini teşkil etmektedirler. Günümüzün en önemli olgularından biri konumundaki küreselleşme ve bölgeselleşme her alanda olmakla birlikte özellikle finansal alanda uluslararası kaynak ve sermaye aktarımları, yatırımlar ve bu araştırmada irdelendiği üzere kredi kullanımları açısından büyük önem arz etmektedir.

Türkiye'de, taşıdığı jeopolitik önem, genç ve oldukça yüksek nüfusu, tüketim potansiyeli, teknolojik gelişimleri yakından takip etme yönündeki yaklaşımları, uluslararası platformda bankacılık ve finans sektörüne ilişkin atılım yapma isteği vb. özellikleriyle yurtdışındaki fon fazlasına sahip yatırımcıların dikkatini çekmektedir. Bununla beraber geçmişten günümüze kadar sergilediği finansal istikrarsızlık nedeniyle sık sık bir imtihan niteliğindeki finansal krizleri atlattığı, bu anlamda reel sektöre gereken önemi verememiş ve kaynak aktarımını sağlayamamıştır. Tüm bu süreçte uluslararası para piyasalarından sendikasyon kredisi kullanımı, diğer bir çok ülke için olduğu gibi Türkiye için de vazgeçilmez bir kaynak görevi üstlenmiştir. Ancak uzun vadeli değil orta ve kısa vadeli kaynak teminleri ile likidite sorunları çözülmüş kalıcı çözüm sağlayacak yatırımlar yapılamamıştır.

2001 yılına gelindiğinde artık çözülemeyen bir düğüm haline gelen ve de ekonominin anahtarını teşkil eden finans sektöründe yaşanan son krizle birlikte makroekonomik anlamda kalıcı ve uzun vadeli yapısal önlemlerin alınması gereği kabul görmüştür. Bu yönde, belki de 1980'li yılların başlarında, finansal liberalizasyonla ilgili olarak atılan önemli adımlar sonrasındaki en ciddi adımlar atılmıştır. Bu bağlamda, yabancı kuruluşlar tarafından Türkiye'ye yürüteceği bu önemli program için son bir şans niteliğinde yurtdışından önemli miktarda kredinin uygun koşullarla sağlanmasına karar verilmiştir.

Tüm bu bahsedilenlerin ışığında, sendikasyon kredilerinin Türkiye açısından önemi bir kez daha görülmektedir. Türkiye'nin bundan sonra ekonomik ve siyasi anlamda istikrarlı, yatırım ve üretime yönelik bir politika izleyeceği varsayımı altında, ucuz, kolay ve prestijli bir kaynak şeklinde bir çok avantajından bahsedilen, uluslararası sendikasyon kredilerinin önemi bir kez daha dikkat çekmekte ve Japonya'nın gelişim sürecinde yaptığı gibi, uygun alanlara ve yatırımlara büyük bir dikkat ve özenle aktarılması gerekmektedir.



KAYNAKÇA

AKŞAM Gazetesi. "500 Milyon USD'lık Sendikasyon". 18 Ağustos 2000. <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2000/08/18/ekonomi/ekonomi5.html>. (30 Nisan 2001).

AKTAN, Okan. "Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmiş ve Geleceği". *Iktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. No.87. (Yıl:8, Haziran 1993).

AKYÜZ, Abdullah. "Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye" *Iktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. No:87. (Yıl:8, Haziran 1993).

ALP, Ali . *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul:Yapı Kredi Yayınları, 2000.

ANSİKLOPEDİK Ekonomi Sözlüğü.5.b.İstanbul:Dünya Gazetesi Yayınları. 1998.

APAK, Sudi. *Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler*, 2.b., İstanbul:Bilim Teknik Yayınevi, 1995.

BALKAN, Erol M. and A. Erinç Yeldan. "Turkey". *Financial Reform In Developing Countries*. Edited by Jose M. Fanelli and Rohinton Medhora, (y.y): International Development Research Center Anthony Rowe Ltd. Chippenhan Wiltshire Pubs., 1998.

BAŞBOĞA, Murat. "Bankalara 3.1 Milyar USD", NTVMSNBC Haber Portalı. 21 Temmuz 2000. <http://www.ntvmsnbc.com/news/17602asp>. (03 Mayıs 2001).

BİRİNCİ, Yüksel. "Globalleşme ve İktisat Politikası" *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. No.10. (Yıl. 34, Ekim 1997). ss.

BOLAK, Mehmet. *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. 2.b. İstanbul: Beta Yayıncılık, 1994.

BOZKURT, Ünal. *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*. İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, 1998.

BUCKLEY, Ross P.. *Emerging Markets Debt*. London: Kluwer Law International Publishing, 1999.

BULUTOĞLU, Kenan. *Kamu Ekonomisine Giriş*. İstanbul: Temat Yayınları, 1977.

BULUTOĞLU, Kenan. *100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye*. İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1974.

CAPLEN, Brian ve Diğerleri. "Deals of the Year". *Euromoney Online*. February 2000. <http://www.euromoney.com.confidential/polls/gfg/em.00.02.3a.html>. (03 Nisan 2001).

CEYLAN, Ali. *İşletmelerde Finansal Yönetim*. 4.b. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1995.

CREDIT COMMENTS. *Standard & Poor's Creditweek*. March 29, 1993.

ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol. *Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları*. İstanbul: Beta Basım Yay. Dağ.. 1993.

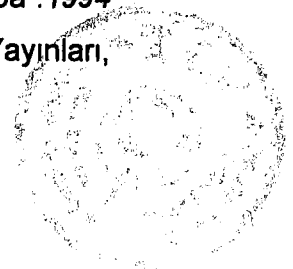
DAĞLI, Hüseyin. "Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri". *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*. Ankara: İMKB ve İktisat İşletme ve Finans Yayınları No:4. 1996.

DAVIS, E. Phillip. *Debt Financial Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Claredon Press, 1995.

DENNIS, Steven A. and Donald J. Mullineaux, "Syndicated Loans" *SSRN Working Papers*, March 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?cfid=461144&cftoken=97280740&abstract_id=152689. (01 Şubat 2001).

Devlet Planlama Teşkilatı. *Dünya'da Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler*. DPT:2375- ÖİK:440. Ankara: DPT Yayınları, 1995.

DORVILIUS, Henry Delessy-"Gelişmiş Ülkeler: Endişe İçindeki Avrupa". 1994 *Ekonomisi*. E.Channey ve Diğerleri. Çev:Lerzan Özkale. İstanbul: İletişim Yayınları, 1994.



DÜNYA Gazetesi. "Türkiye'nin Toplam Dış Borcu 114 Milyar Dolar'a Yükseldi". 4 Nisan 2001, s.10.

DÜNYA Online."IMF-Dünya Bankası 14 Milyar Dolara Adres Arıyor". 30 Nisan 2001, 3 Mayıs 2001.

EICHENGREEN, Barry and Ashoka Mody. "Lending Booms,Reserves and The Sustainability of Short Term Debt: Inferences From the Pricing of Syndicated Bank Loans". Mayıs 1999. <http://www.nber.org/papers/w7113>. (21 Ocak 2001).

EĞİLMEZ, Mahfi "Rakipler Ne Durumda" , *RADIKAL İNTERNET BASKISI* ,15 Haziran 2001, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=5039&tarih=14/06/2001&oturum=8b46242959ff5297171ab48b57547c92>, (15 Haziran 2001).

ERÇEL, Gazi. "Uluslararası Piyasalar En İyiler En Büyükler". *Finans Dünyası Dergisi*. (Şubat 1993).

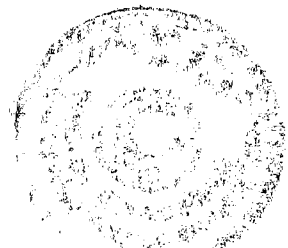
ERÇEL, Gazi. "Uluslararası Piyasalar Dış Borç Birikiminin Kaynakları". *Finans Dünyası Dergisi*. (Temmuz 1992).

EROL, Ahmet. *Ekonomik Açılımları Açısından Türkiye'de Devlet Borçları*. Ankara:Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı. Yayın No:1992/324. 1992.

ESENER,Ömer. *Stratejik Ortaklıklar*. İstanbul: İMKB Yayınları, 1997.

ESTY, Benjamin. William L. Megginson, "Syndicate Structure As a Response to Political Risk in The Project Finance Loan Market". March 2001. *SSRN Working Papers*, March 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?cfid=786530&cftoken=28703328&abstract_id=263780.

EUROMONEY News. "Turkish Debt Begins to Look Attractive Again". Ocak 1996. <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.96/em.96.04/em.96.04.27.html>. (04 Nisan 2001).



FİDYAK Araştırma Grubu. "Uluslararası Finansal Piyasalarda Gelişmeler". *Fidyak Bülten*. Sayı:1.(Nisan 1998).

FİDYAK Araştırma Grubu. "Yeni Bir Uluslararası Finansal Sistem". *Fidyak Bülten*. Sayı:2.(Mayıs 1998).

FİNANSBANK YILLIK RAPORU-2000, <http://finansbank.com.tr/english/hakkinda/faaliyet/faaliyet2000.Pdf>.

FUKUDA, Shin-ichi ve Diğerleri. "Long Term Loans and Investment in Japan: An Empirical Data Analysis Based on the Panel Data of Japanese Firms". July 2000. <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2000/2000cf80.pdf>. (15 Mart 2001).

GADANEZ, Blaise "Syndicated Credits in the Fourth Quarter of 2000", *BIS Quarterly Review*, (March 2001).

GLEN, Jack ve Brian Pinto. "Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose", *IFC Discussion Papers No:22*. Washington: The World Bank, 1994.

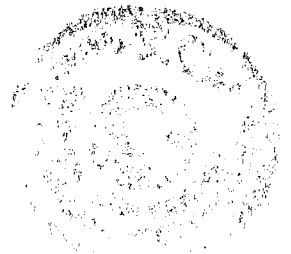
GLOBAL Menkul Değerler Araştırma Müdürlüğü. "The Anatomy of Turkey's Debt Market". *Emerging Turkey 1999*. İstanbul: Oxford Business Group Emerging Market Series, 1999.

GÖKTAN, Hasan Basri. *Ekonomik Finansal Görüşler*. Ankara: Şekerbank Kültür Yayınları No:5, 1997.

GORTON, Gary and George G. Pennachi. "Banks and Loan Sales: Marketing Non-Marketable Assets". *Journal of Monetary Economics*. No:35. (1995).

GÜVEN, Özcan. "Yurt Dışı Kaynaklı Krediler", *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, İzmir:TBB, Şubat 1998.

HATİPOĞLU, Zeyyat. *Economic Theory and The Turkish Experience*. İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1995.



HOWELL, Michael J.. "Emerging Markets, Risk Management and Analysis". New Markets and Products. Vol.2., Ed.by Carol Alexander, London: John Wiley&Sons Ltd., 1998.

IFC Economics Dept. "Prospects for the Business Sector in Developing Countries". *IFC Discussion Papers*. No:3. Washington DC: The World Bank, 1989.

IFC SYNDICATION 2000 BROCHURE. Worldbank Publications, 2000.

IMF Staff Team Led by Bankim Chadha. *IMF Emerging Market Financing Quarterly Periodical on Developments and Prospects*. Vol:I No:2. (November 2000).

IMF Staff Team Led by Bankim Chadha. *IMF Emerging Market Financing Quarterly Periodical On Developments And Prospects*. Vol:II No:1, (February 13, 2001).

İMKB Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu. *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları Ve Türkiye*. İstanbul:İMKB Yayınları, 1994.

İMKB Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 13.b., İstanbul:İMKB Yayınları, 1998, ss.208-220.

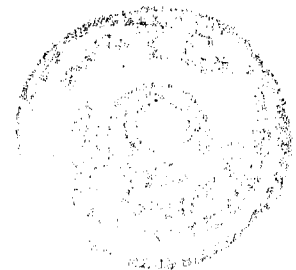
KALAYCIOĞLU, Öktem. "Sendikasyon Kredileri". *Active Bankacılık ve Finans Makaleleri No:5*. İstanbul:Alkım Ltd., 2001.

KARA, Gültekin. "Turkcell'e 550 Milyon Dolarlık Sendikasyon". *Aksam Gazetesi*. 24 Kasım 1999. <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/1999/11/24/ekonomi/ekonomi3.html>..(23 Nisan 2001).

KARADAĞ, Nihat. *Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı*. Ankara:SPK Yayınları No:4, 1997.

KARACAN, Ali İhsan. *Finans, Ekonomi ve Politika*. İstanbul:Creative Yayıncılık, 1997.

KARLUK, S. Rıdvan. *Küreselleşen Dünya'da Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995



KAYACAN, Murat ve Diğeri. İMKB Araştırma Müdürlüğü, Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri. İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

KAZGAN, Gülten, *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. 2.b.. İstanbul:Altın Kitaplar Matbaası, 1988.

KEPENEK, Yakup ve Nurhan Yentürk. *Türkiye Ekonomisi*. 8.b.. Ankara:Remzi Kitabevi, 1996.

KNIGHT, Malcolm. "Developing Countries and the Globalization of Financial Markets". *IMF Working Paper No.105*. Washington:IMF, July 1998.

KORUM, Uğur. *Türk Finans Sektörünün Dışa Açılması Uyumla İlgili Sorunlar ve Öneriler*. İstanbul:TÜSİAD Yayınları, No: T/89.4.127, 1989.

MANİSALI, Erol. *Gelişme Ekonomisi*. İstanbul:İstanbul Üniversitesi Yayınları No:2042, 1975.

MCDONALD, Robert P.. *International Syndicated Loans*. London:Euromoney Publications,1982.

MURRAY, Ben Beasley. "Syndicated Loans Reality Hits the Merger Pricing,Euromoney Magazine". *Euromoney Online*. July 2000. <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.00/em.00.07/em.00.07.16.html#secondary>. (29 Nisan 2001).

NTVMSNBC Haber Portalı. "Körfezbank 100 Milyon Dolarlık Kredi Aldı". 21 Temmuz 2000, <http://www.ntvmsnbc.com/news/19121.asp>. (20 Nisan 2001).

NTVMSNBC Haber Portalı. "Sabancı Bank'a sendikasyon". 24 Temmuz 2000. <http://www.ntvmsnbc.com/news/19060.asp>. (27 Nisan 2001).

NTVMSNBC Haber Portalı. "Demirbank'a 140 Milyon Dolar Kredi". 28 Kasım 2000. <http://www.ntvmsnbc.com/news/47234.asp>. (20 Nisan 2001).

NTVMSNBC Haber Portalı. "Türkiye Borçlanmada En Başarılı Ülke". 18 Aralık 2000. <http://www.ntvmsnbc.com/news/51848.asp>.(23 Nisan 2000).

O'BRIEN, Richard. *Global Financial Integration: The End of Geography*, The Royal Institute of International Affairs. New York:yy, 1992.

OKSAY, Suna. *Uluslararası Kalkınma Yardımı ve Örgütleri*. 1.b.. Ankara:Ödül Tasarım Yayıncılık, 1996.

OKUDA, M., and Stephen James. "The Japanese Bond Market". *International Bond Markets*, Ed.d.h. Gowland, London: Routledge Publishing, 1991.

ÖZEL, Saruhan. *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*. İstanbul: Alkim Yayıncılık, Aralık 2000.

PARASIZ, İlker ve Kemal Yıldırım. *Uluslararası Finansman*. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994.

PARASIZ, İlker. *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. 6.b. Bursa:Ezgi Kitabevi, 1997 Ekim.

PAVEY, Nigel, "Syndicated Loans : The Banks Learn How to Say No", *Euromoney Magazine*, July 1997, <http://www.euromoney.com/index5.html?/index4.html?/search/header.html?words=SYNDICATED+LOAN&/contents/publications/euromoney/em.97/em.97.07/em.97.07.8.html>, (20 Aralık 2000).

PETERSON, Michael. "Syndicated Lending The Relationship Starts to Change". *Euromoney Magazine*. November 1998. <http://www.euromoney.com/contents/publications/euromoney/em.98/em.98.11/em.98.11.7.html>. (01 Şubat 2001).

RODRİK, Dani. *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler*. çev:Sultan Gül. İstanbul: Sabah Kitapçılık San., 2000.

RYBCZYNSKI, T.M.. "The Internationalization of the Financial System and the Developing Countries", *World Bank Staff Working Papers*, No:788, Washington:The World Bank, 1986.

SABAH Gazetesi. "6 Milyar Dolarlık Sınav". 28 Aralık 2000, s.10.



SABAH Gazetesi. "Arçelik'e 80 Milyon Dolar Kredi". 24 Nisan 2001. s.9.

SCHIOPPA, Tomasso Padoa. "Uluslararası Perspektifte Finansal Düzenleme ve Mali Piyasalar". *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*. Sayı 18. (1996).

SEYİDOĞLU, Halil. *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Yayınları No:8, 1994.

SHIRAKAWA, Masaaki, Kunio Okino, and Shigenori Shiratsuka. "Financial Market Globalization:Present and Future". *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series No:97-E-11*. Tokyo:Bank of Japan, 1997.

TAŞCIOĞLU, Nadin. "Garanti'ye Kredi Piyasalara Moral", Sabah Gazetesi, 17 Mart 2001,s.9.

TEKBAŞ, Mehmet Sulhi. "Development of Emerging Market: The Turkish Case, Turkey: The Development of Major Economy". *A Euromoney Conference*. İstanbul: Euromoney Publications, 24-25 February 1992.

TEKSTİLBANK Mevzuat Bölümü. *Krediler/Yurtdışından Kredi Alınmasına İlişkin TCMB Uygulama Talimatı*, Kısım A, s.6. (Şubat 2001).

TÜRKAKIN, Gülçin. "Sendikasyon Kredileri", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. Sayı:48. (Mart 1990).

ULUDAĞ İlhan, ve Erişah Arıcan, *Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar)*, İstanbul: Beta Yayıncılık,1999,s.135.

UYGUR, Ercan. "Türkiye Ekonomisi ve Finansal Piyasalar". *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*. Ankara:TBB, Mayıs2000.

UZUNOĞLU, Sadi. *Yeni Finansman Teknikleri*. İstanbul:Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları No:1, 1996.

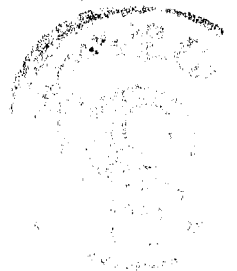
VOGEL, Steven K. *Freer Markets, More Rules Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*. London: Cornell University Press, 1996.



YUSUF, Shahid. "A Changing Development Landscape: Globalization and Localization World Development Report 1999/2000". *TransitionThe Worldbank and The William Davidson Institute Periodical*. Vol.10, No.4. (August 1999).

YALVAÇ, Faruk. *Bankacılık Terimleri Sözlüğü*.3.b..Ankara: Ekonomik Araştırma Merkezi Yayınları:5, 1996.

ZİLLİOĞLU, O. Nedim. *Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Sorunu*. Eskişehir:T.C.Anadolu Üniversitesi Yayınları No:60, 1984.



EKLER



Mobil Exploration Norway Inc.,
Norwegian Branch

U.S.\$ 300,000,000
Revolving Credit Facility

Underwriters and Senior Lead Managers:

Citibank, N.A.

National Westminster Bank Plc

Lead Managers:

ABN AMRO Bank N.V.
Belgian Branch

Banque Nationale de Paris

Banque Paribas

Bayerische Landesbank Girozentrale
London Branch

Canadian Imperial Bank of Commerce

Crédit Lyonnais
London Branch

The Dai-Ichi Kangyo Bank, Limited

Den Danske Bank

The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

NMB Bank

Rabobank Nederland
London Branch

Scotiabank (Ireland) Limited

Svenska Handelsbanken

WestLB Group

Managers:

Bank of America NT&SA

Banque Indosuez Norge A/S

Société Générale
London Branch

The Sumitomo Bank, Limited

Co-Arranger and Facility Agent:

Co-Arranger:

Citicorp Investment Bank Limited

NatWest Capital Markets Limited

CITIBANK 



February 3, 1992



This announcement appears as a matter of record only.



LAURA ASHLEY GROUP

£50,000,000

5 Year Revolving Credit Facility

Arranged by:

Citicorp Investment Bank Limited

Participants:

The Bank of Tokyo, Ltd.

Citibank, N.A.

Den Danske Bank

Midland Bank plc

The Dai-Ichi Kangyo Bank, Limited

Banca Popolare di Novara
London Branch

Bank Mees & Hope NV

Facility Agent:

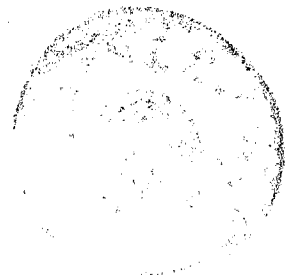
Citicorp Investment Bank Limited

Financial Advisors to Laura Ashley Group

Lazard Brothers & Co., Limited

CITIBANK

24 January 1992





\$550,000,000

\$400,000,000

Senior Term Loan Facility

Senior Notes Offering
Due 2005

Joint-Arranger

Joint Lead Manager
and Joint BookrunnerCREDIT | FIRST
SUISSE | BOSTONCREDIT | FIRST
SUISSE | BOSTON

November 1999

December 1999

Highlights

- ▶ CSFB used its expertise in the European Leverage Finance and High Yield markets to complete financings for Turkcell, the premier GSM operator in Turkey which raised approximately \$1 billion.
- ▶ In November 1999, CSFB acted as joint-arranger on a \$550 million Senior Term Loan Facility for the company in what was one of the most comprehensively supported bank deals of the year. The transaction was increased from \$350 million to \$550 million.
- ▶ Turkcell was also able to complete a \$400 million Senior Notes Offering in December 1999, where CSFB served as joint bookrunning manager.
- ▶ CSFB advised the company to seize the opportunity and launch a \$200 million "quick to market" offering to leverage on the robust demand for cellular companies, which in turn doubled in size to \$400 million.
- ▶ The successful high yield offering was priced within the marketed price talk of 12.75%.

<http://www.turkcell.com>



**Summary Terms and Conditions
US\$ million Term Loan Facility**

EK 2-1

The facility consists of, but is not limited to, the following terms and conditions:

Borrower:

Facility Amount: US\$ million. The Facility Amount may be increased in the event of oversubscription.

Facility Type: A term loan facility to be syndicated among a group of international banks assembled by the Arranger.

Purpose: Proceeds of the Facility will be used to finance the pre-export and export finance requirements of the Borrower's customers.

Arranger:

Co-Arrangers:

Agent:

Final Maturity: All advances will be repaid in one instalment 365 days from the date of signing.

Availability Period: Subject to satisfaction by the Borrower of all conditions precedent, the Facility will be available for drawing upon 3 business days' notice in one amount within 10 business days from the Signing Date. Amounts undrawn at the end of the Availability Period will be cancelled.

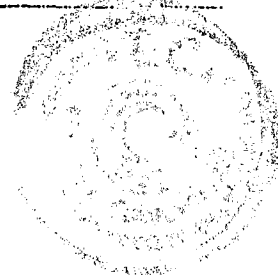
Interest Period: Interest Periods of 1, 3 to 6 months at the option of the Borrower, provided that no interest period may end after Final Maturity.

Interest Rate: The London Interbank Offered Rate (LIBOR) for the appropriate Interest Period plus a margin of % per annum. LIBOR shall be determined by reference to the relevant Reuters page (or its replacement from time to time) or, if not available, by reference banks. Interest shall be payable at the end of each interest period on the basis of the actual number of days elapsed in a year of 360 days.

Mandatory Costs: The Borrower agrees to indemnify each Bank for any mandatory costs, including but not limited to the fee imposed by the Financial Service Authority of the United Kingdom and the costs incurred as a result of the reserve requirements of the European system of Central Banks.

Prepayment: Prepayment of advances may be made without penalty at the end of the corresponding Interest Period in minimum amounts of US\$5 million, subject to 30 days' prior written notice to the Agent. Amounts prepaid under the Facility may not be redrawn.

Documentation: Mutually acceptable Loan Agreement incorporating terms and conditions usual in Eurocurrency syndicated loan transactions of



NK

this nature. Documentation provisions will contain conditions precedent (including satisfactory Turkish and English legal counsel opinions), customary representations and warranties (to be repeated on the date of the giving of a drawdown notice and on each roll-over date), negative pledge and pari passu provisions and default clauses (including cross default, change of control and material adverse change). The Borrower will also maintain at all times a BIS risk asset ratio of at least 8%. The documentation will enable transfer of lenders' commitments through transfer certificates.

Taxes:

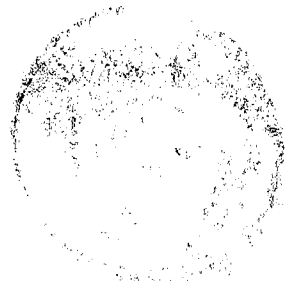
All payments under the Facility will be made free and clear of all present or future taxes, withholding or any deduction of whatsoever nature.

Governing Law:

The Facility shall be governed by English law.

Jurisdiction:

The Borrower shall submit to the non-exclusive jurisdiction of the courts of England and the Federal and State Courts in New York.



THIS AGREEMENT is dated _____ and made BETWEEN:

- (1) _____ as Borrower;
- (2) _____ as Arranger;
- (3) _____ as Co-Arrangers;
- (4) THE BANKS AND FINANCIAL INSTITUTIONS whose names and addresses are set out in schedule 1; and
- (5) _____ (as Agent.

IT IS AGREED as follows:

1 Purpose and definitions

1.1 Purpose

This Agreement sets out the terms and conditions upon and subject to which the Banks agree, according to their several obligations, to make available to the Borrower a syndicated term loan facility of up to US\$ _____ to be used for the purpose of enabling the Borrower to make pre-export and export credit facilities available to customers of the Borrower.

1.2 Definitions

In this Agreement, unless the context otherwise requires:

"Additional Cost" means the percentage calculated in accordance with the provisions of schedule 5;

"Agent" means _____ or such other person as may be appointed agent for the Banks pursuant to clause 16.13;

"Banking Day" means a day (other than Saturday or Sunday) on which banks are open for business in London and (if payment in Dollars is required to be made on such day) in New York City;

"Banks" means all of the banks and financial institutions listed in schedule 1 and includes their successors in title and Transferees;

"Borrower" means _____

"Borrowing" means money borrowed or raised, by whatever means, and the term "Borrowings" shall be construed accordingly;

"Commitment" means in relation to a Bank the amount set opposite its name in schedule 1 or, as the case may be, in any relevant Transfer Certificate, as reduced by any relevant term of this Agreement;

"Contribution" means in relation to a Bank the aggregate principal amount of the Loan owing to such Bank at any relevant time.

"Default" means any Event of Default or any event or circumstance which would, upon the giving of a notice by the Agent and/or the expiry of the relevant period and/or the determination of the Majority Banks and/or the fulfilment of any other condition constitute an Event of Default;

"Dollars" and "\$" mean the lawful currency of the United States of America;

"Drawdown Date" means the date (being a Banking Day falling within the Drawdown Period) on which the Loan is drawn down by the Borrower;

"Drawdown Notice" means a notice substantially in the terms of schedule 2;

"Drawdown Period" means the period from the date of this Agreement and ending on the date falling 10 Banking Days after the date of this Agreement or the period ending on such earlier date (if any) (i) on which the Loan is drawn down or (ii) on which the Total Commitments are reduced to zero pursuant to any relevant provision of this Agreement;

"Encumbrance" means any mortgage, charge, pledge, lien, hypothecation, assignment by way of security, security interest or other arrangement or agreement the effect of which is the creation of security;

"Event of Default" means any of the events or circumstances described in clause 11;

"Exporters" means such exporters of goods to Permitted Countries as may be nominated by the Borrower from time to time;

"Facility Office" means the office or offices notified by a Lender to the Agent in writing on or before the date it becomes a Lender (or, following that date, by not less than five Business Days' written notice) as the office or offices through which it will perform its obligations under this Agreement;

"Group" means the Borrower and its subsidiaries for the time being;

"Indebtedness" means (in relation to any person) any obligation for the payment or repayment of money, whether as principal or as surety and whether present or future, actual or contingent, secured or unsecured;

"Interest Payment Date" means the last day of an Interest Period;

"Interest Period" means in relation to the Loan, each period for the calculation of interest in respect of the Loan ascertained in accordance with clauses 5.2 and 5.3;

"LIBOR" means, in relation to a particular period, the rate for deposits of Dollars for a period equivalent to such period at or about 11 a.m. on the second Banking Day before the first day of such period as displayed on the appropriate page of the Reuters screen or, if no such rate is available, the equivalent rate as displayed on Telerate page 3750 (British Bankers' Association Interest Settlement Rates) (or such other page as may replace such page 3750 on such system or on any other system of the information vendor for the time being designated by the British Bankers' Association to calculate the BBA Interest Settlement Rate (as defined in the British Bankers' Association Recommended Terms and Conditions ("BBAIRS" terms) dated August, 1985)), provided that if on such date no such rate is so displayed, LIBOR for such period shall be the arithmetic mean (rounded upwards if necessary to five decimal places) of the rate respectively quoted to the Agent by each of the Reference Banks at the request of the Agent as such Reference Bank's offered rate for deposits of Dollars in an amount approximately equal to the amount in relation to which LIBOR is to be determined for a period equivalent to such period to prime banks in the London Interbank Market at or about 11 a.m. on the second Banking Day before the first day of such period;

"Loan" means the aggregate principal amount owing to the Banks under this Agreement at any relevant time;

"Majority Banks" means at any relevant time Banks (a) the aggregate of whose Contributions exceeds 66 $\frac{2}{3}$ per cent of the aggregate amount of the outstanding Loan or (b) (if no Loan is outstanding) the aggregate of whose Commitments exceeds 66 $\frac{2}{3}$ per cent of the Total Commitments;

"Margin" means per cent. per annum;

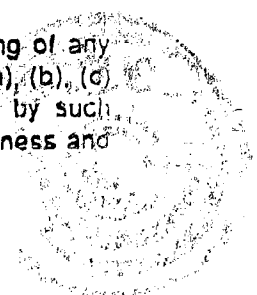
"month" means a period beginning in one calendar month and ending in the next calendar month on the day numerically corresponding to the day of the calendar month on which it started, provided that (i) if the period started on the last Banking Day in a calendar month or if there is no such numerically corresponding day, it shall end on the last Banking Day in such next calendar month and (ii) if such numerically corresponding day is not a Banking Day, the period shall end on the next following Banking Day in the same calendar month but if there is no such Banking Day it shall end on the preceding Banking Day and "months" and "monthly" shall be construed accordingly;

"Participating Member State" means any member state of the European Communities that adopts or has adopted the euro as its lawful currency in accordance with legislation of the European Union relating to European Monetary Union.

"Permitted Country" means any country excluding each of Iraq, Libya, Serbia and Montenegro and excluding any country in respect of which a trade embargo has been issued by the United Nations, the European Union or any other international association of which the Republic, the United Kingdom or any country in which any Bank is incorporated is a member;

"Permitted Encumbrance" means:

- (a) any Encumbrance in existence on the date of this Agreement provided that such Encumbrance remains confined to the assets currently affected thereby and secured or provided for the payment of only those obligations so secured or provided for on the date hereof;
- (b) any Encumbrance on any asset securing any Borrowing or Indebtedness of the Borrower incurred or assumed in the ordinary course of the Borrower's business for the purpose of financing all or any part of the cost of acquiring such asset, provided that such Encumbrance attaches only to the asset being acquired and attaches concurrently with the acquisition thereof;
- (c) any Encumbrance on or with respect to any asset at the time of the acquisition thereof by the Borrower, provided that such Encumbrance was not incurred in contemplation of such acquisition and that the amount outstanding and secured thereby at the acquisition date is not subsequently exceeded and is limited to the original asset secured thereby;
- (d) any Encumbrance on or with respect to assets acquired (or deemed to be acquired) by the Borrower under a financial lease or claims arising from the use, operation, failure to meet specifications, sale or loss of, or damage to, such assets provided that (A) such Encumbrance secures only rentals and other amounts payable under such lease and (B) such assets were not owned by the Borrower for more than 120 days before becoming subject to such lease;
- (e) any Encumbrance arising out of the refinancing extension, renewal or refunding of any Borrowing or Indebtedness secured by any Encumbrance permitted by clause (a), (b), (c) or (d) above, provided that the Borrowing or Indebtedness thereafter secured by such Encumbrance does not exceed the amount of the original Borrowing or Indebtedness and



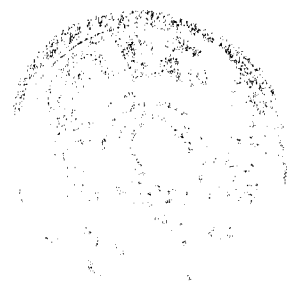
such Encumbrance is not extended to cover any property not theretofore subject to such Encumbrance;

any Encumbrance arising pursuant to any order of attachment, distraint or similar legal process arising in connection with court proceedings, so long as the execution or other enforcement thereof is effectively stayed and the claims secured thereby are being contested in good faith by appropriate proceedings;

any Encumbrance arising by operation of law which has not been foreclosed or otherwise enforced against the assets to which it applies, including without limitation, any right of set-off with respect to demand or time deposits maintained with financial institutions and banker's liens with respect to property of the Borrower held by financial institutions, provided that such Encumbrance arises in the ordinary course of the activities of the Borrower subject thereto and not with a view to securing or providing for payment of any Borrowing or Indebtedness;

any Encumbrance arising in the ordinary course of the activities of the Borrower in the interbank money and gold markets in the Republic administered by the Central Bank of the Republic or any other authority; and

Encumbrances which would otherwise not be permitted hereunder and which secure obligations of the Borrower in an aggregate principal amount not exceeding US\$5,000,000 at any time outstanding for all such Encumbrances (or the equivalent in other currencies).



Fees and expenses

EK 2-7

Fees

- The Borrower shall pay to the Agent on the date of this Agreement (i) for the account of the Banks a participation fee of an amount agreed between the Agent and the Borrower in a letter dated of even date herewith, such fees to be distributed to the Banks in the amounts agreed within five Banking Days of receipt and (ii) an agency fee, of an amount agreed between the Agent and the Borrower in a letter dated of even date herewith.

Expenses

The Borrower shall pay to the Agent on demand:

all reasonable expenses (including legal and out-of-pocket expenses) incurred by the Arranger in the negotiation, documentation and execution of this Agreement. Any publicity and signing ceremony expenses shall be paid by the Borrower.

all reasonable expenses (including legal, printing and out-of-pocket expenses) incurred by the Agent in connection with any amendment or extension of, or the granting of any waiver or consent under, this Agreement; and

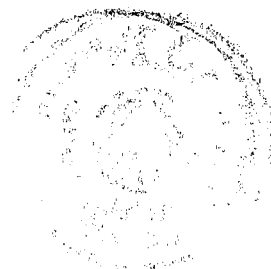
all reasonable expenses (including legal and out-of-pocket expenses) incurred by the Agent, the Banks or any of them in contemplation of, or otherwise in connection with, the enforcement of, or the preservation of any rights under, this Agreement, or otherwise in respect of the moneys owing under this Agreement, together with interest at the rate referred to in clause 5.4 from the date on which such expenses were incurred to the date of payment (as well after as before judgment).

3 - Value Added Tax

All fees and expenses payable pursuant to this clause 7 shall be paid together with an amount equal to any value added tax payable by the Agent or any Bank in respect of such fees and expenses. Any value added tax chargeable in respect of any services supplied by the Agent or any Bank under this Agreement shall, on delivery of a value added tax invoice, be paid in addition to any sum agreed to be paid under this Agreement.

4 Stamp and other duties

The Borrower shall pay all stamp, documentary, registration or other like duties or taxes (including any duties or Taxes payable by, or assessed on, the Banks or the Agent) imposed on or in connection with this Agreement and shall indemnify the Agent and the Banks against any liability arising by reason of any delay or omission by the Borrower to pay such duties or Taxes.



11 **Events of Default**

EK 2-8

If, for whatever reason:

- 11.1 the Borrower (i) fails to pay when due any sum payable by it under this Agreement or (ii) fails to comply with any other obligation under this Agreement; or
 - 11.2 any representation or warranty made or deemed to be repeated by the Borrower in or in connection with this Agreement is incorrect in any material respect when made or so repeated; or
 - 11.3 at any time it is unlawful for the Borrower to perform any of its obligations under this Agreement; or
 - 11.4 any other indebtedness of the Borrower or of any member of the Group becomes prematurely payable or the creditor in respect thereof becomes entitled to declare any such obligation prematurely payable or any such indebtedness is not paid when due or any security therefore becomes enforceable; or
 - 11.5 the Borrower or any member of the Group becomes insolvent for the purposes of any law or ceases or threatens to cease to carry on all or a substantial part of its business or a petition for an administration order in relation to the Borrower or any member of the Group is presented or any analogous event occurs in any jurisdiction; or
 - 11.6 the Borrower or any member of the Group commences negotiations with any one or more of its creditors with a view to the readjustment or rescheduling of its indebtedness or makes a general assignment or arrangement for the benefit of its creditors; or
 - 11.7 any order is made or resolution passed or other action taken for a moratorium or suspension or termination of payments by the Borrower or any member of the Group generally, or for the dissolution, termination of existence, liquidation, winding up or bankruptcy of the Borrower or any member of the Group or for the appointment of a receiver, liquidator or similar official in respect of all or any of the Borrower's or any Group member's assets; or
 - 11.8 the Borrower merges or consolidates with any other person; or
 - 11.9 there is a change of control of the Borrower as compared with the control of the Borrower at the date of this Agreement, and for the purposes of this clause 11.1.9 "control" means control by virtue of the direct or indirect ownership of the majority of voting share capital or the right to appoint management or direct policies by virtue of ownership of share capital, contract or otherwise;
 - 11.10 in the opinion of the Majority Banks, a material adverse change in the financial condition of the Borrower or any other event occurs or circumstances arise which, in the opinion of the Majority Banks, may or are likely to materially and adversely affect the ability of the Borrower to perform all or any of its obligations under, or otherwise to comply with the terms of, this Agreement,
- then the Agent may, and if so requested by the Majority Banks shall, at any time thereafter, by written notice to the Borrower:
- (a) terminate the obligations of the Agent and each Bank under this Agreement; and/or
 - (b) declare that the Loan and all other amounts payable under this Agreement shall henceforth be repayable on demand; and/or
 - (c) declare the Loan and all other amounts payable under this Agreement to be immediately due and payable (whereupon the same shall become immediately due and payable together with all interest accrued thereon and all other amounts payable under this Agreement).

Schedule 2

EK 2-9

Form of Drawdown Notice

To:

Attention:

• 2000

US\$ Facility
Loan Agreement dated • 2000

We refer to the above Loan Agreement and hereby give you notice that we wish to draw down the Loan of \$• on • 2000 [and select a first Interest Period in respect thereof of • months]. The funds should be credited to [name and number of account] with [details of bank in [New York City]].

We confirm that:

- (a) no event or circumstance has occurred and is continuing which constitutes a Default;
- (b) the representations and warranties contained in clause 9 of the Loan Agreement are true and correct at the date of this notice as if made with respect to the facts and circumstances existing at the date of this notice;
- (c) in relation to the Loan requested in this drawdown notice, such Loan is requested to finance the export of goods from Turkey pursuant to the export contract details of which we warrant as below:

Exporter: [name and address]

.....

.....

Country of Destination

Description of goods
to be financed:

Repayment date
of Financing:

Amount of Financing
by Borrower:

Words and expressions defined in the Loan Agreement shall have the same meanings where used in this notice

For and on behalf of

.....



Schedule 3

EK 2-10

Documents and evidence required as conditions precedent

A copy of the Statutes or other constitutional documents of the Borrower, certified as a true, complete and up-to-date copy by a Director of the Borrower.

A certified copy of resolutions of the Board of Directors of the Borrower evidencing approval of this Agreement and authorising its appropriate officers to execute and deliver this Agreement and to give all notices and take all other action required by the Borrower under this Agreement, certified as a true, complete and up to date copy by a Director of the Borrower.

The authorised signatory circular of the Borrower setting out the names and signatures of the persons authorised to sign, on its behalf, this Agreement and any documents to be delivered by it pursuant hereto.

An opinion of the Borrower's internal legal counsel, in a form acceptable to the Agent.

An opinion of _____ Turkish legal adviser to the Agent and the Banks, in a form acceptable to the Agent.

An opinion of _____ in a form acceptable to the Agent.

A copy, certified as a true copy by a Director of the Borrower, of a letter from the Borrower's agents for receipt of service of process referred to in clause 18.2 accepting their respective appointments



TABLO 1/A - DIŞ BORÇ STOKUNUN PROFİLİ TABLE 1/A - OUTSTANDING EXTERNAL DEBT PROFILE							(MİLYON USD) (MILLION USD)
	1996	1997	1998	1999	2000 Q1	2000 Q2	
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	79,626	84,887	96,973	102,110	103,657	106,029	TOTAL OUTSTANDING EXTERNAL DEBT (DOD)
ORTA-UZUN VADE	62,281	66,893	78,758	78,938	78,938	81,128	MEDIUM-LONG TERM DOD
KAMU SEKTÖRÜ	51,989	50,288	62,412	52,849	53,878	58,189	PUBLIC SECTOR
ÖZEL SEKTÖR	10,693	16,605	23,344	25,788	25,259	24,926	PRIVATE SECTOR
KISA VADE	17,345	17,994	21,217	23,472	24,721	24,904	SHORT TERM DOD
DIŞ BORÇ STOKUNUN % DAGILIMI	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	PERCENTAGE SHARE OF DOD
ORTA-UZUN VADE	78.22	78.80	78.12	77.01	76.16	76.51	MEDIUM-LONG TERM DOD
KISA VADE	21.78	21.20	21.88	22.99	23.85	23.49	SHORT TERM DOD
DIŞ BORÇ STOKUNDAKİ YILLIK % DEĞİŞME	6.6	14.24	5.30	1.52	2.29	2.29	ANNUAL PERCENTAGE CHANGE IN TOTAL DOD
ORTA-UZUN VADE	7.40	13.25	3.80	0.38	2.77	2.77	MEDIUM-LONG TERM
KISA VADE	3.74	17.91	10.63	5.32	0.74	0.74	SHORT TERM
BORÇ STOKUNUN DÖVİZ KOMPOZİSYONU (%)							CURRENCY COMPOSITION OF TOTAL DOD (%)
AMERİKAN DOLARI	37.87	46.84	48.98	52.86	55.01	54.51	US DOLLAR
ALMAN MARKI	32.85	33.63	34.60	28.53	24.57	23.50	DEUTSCHE MARK
EURO	0.00	0.00	0.00	5.72	6.95	8.71	EURO
JAPON YENİ	14.10	10.57	8.25	7.83	6.78	6.88	JAPANESE YEN
DİĞER	15.38	8.97	8.17	7.08	6.69	6.52	OTHERS
MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLER							MAJOR ECONOMIC AGGREGATES
TOPLAM DÖVİZ GELİRLERİ (*)	41,746	52,088	66,343	50,149	11,720	24,992	TOTAL EXCHANGE REVENUES (*)
TOPLAM DÖVİZ GELİRLERİ (**)	60,968	68,472	62,580	62,887	12,897	28,742	TOTAL EXCHANGE REVENUES (**)
İHRACAT FOB (*)	23,225	28,281	28,973	28,588	6,618	13,354	EXPORTS (*)
İHRACAT FOB (**)	32,446	32,647	31,220	28,328	7,495	16,104	EXPORTS (**)
DİĞER MAL VE HİZMET GELİRLERİ	14,629	21,273	26,602	18,748	3,988	9,180	OTHER GOODS AND SERVICES INCOME
KARŞI İKİSİZ TRANSFERLER (ÖZEL) NET	3,892	4,652	6,568	4,813	1,134	2,448	UNREQUITED TRANSFERS (PRIVATE) NET
İTHALAT (FOB)	43,028	48,005	45,440	39,773	11,334	24,699	IMPORTS (FOB)
CARI İŞLEMLER DENGESİ	-2,437	-2,838	-1,984	-1,384	-2,322	-5,888	CURRENT ACCOUNT BALANCE
TCMB REZERVLER (BRÜT)	16,273	18,419	19,721	23,177	22,928	24,547	INTERNATIONAL RESERVES (GROSS)
TCMB REZERVLER (NET)	17,814	19,513	20,728	24,183	23,910	26,533	INTERNATIONAL RESERVES (NET)
DIŞ BORÇ KULLANIMLARI	8,912	13,386	14,211	16,276	6,426	13,546	DISBURSEMENT
DIŞ PROJE KREDİLERİ	6,048	9,905	11,695	11,038	3,293	8,431	PROJECT CREDIT
TAHVİL İHRACATI	2,864	3,481	2,709	5,240	3,173	5,115	BOND ISSUES
DIŞ BORÇ SERVİSİ	11,418	12,418	16,513	18,316	5,679	10,577	EXTERNAL DEBT SERVICE
ANAPARA	7,218	7,850	11,650	12,868	4,320	7,658	PRINCIPAL
FAİZ	4,200	4,568	4,863	5,450	1,358	2,891	INTEREST
GSMH (Milyon \$)	178,133	192,226	206,270	188,136			GNP (Millions)
GSMH (Milyar TL)	14,978,067	20,383,262	53,518,332	78,242,496	21,357,806	27,512,379	GNP (Milliar TL)
ORTALAMA USD KURU (DÖVİZ ALIŞ)	61.137	151.429	260.040	417.681	562.058	585.471	AVERAGE USD EXCHANGE RATE (BUY RATE)
DIŞ BORÇ RASYOLARI (%)							EXTERNAL DEBT RATIOS (%)
TOPLAM DIŞ BORÇ / GSMH	44.70	44.16	47.01	55.18			T. EXTERNAL DEBT / GNP
KAMU SEKTÖRÜ BORÇU / GSMH	28.96	26.16	25.41	28.55			PUBLIC SECTOR / GNP
ÖZEL SEKTÖR BORÇU / GSMH	6.00	8.64	11.32	13.93			PRIVATE SECTOR / GNP
TOP DIŞ BORÇ / TOP DÖVİZ GEL (*)	180.74	162.97	168.21	203.61			T. EXTERNAL DEBT / T. FX REVENUES (*)
TOP DIŞ BORÇ / TOP DÖVİZ GEL (**)	158.23	145.18	164.93	193.07			T. EXTERNAL DEBT / T. FX REVENUES (**)
TOPLAM DIŞ BORÇ / İHRACAT (FOB) (*)	342.85	323.24	358.52	384.04			T. EXTERNAL DEBT / EXPORTS (FOB) (*)
TOPLAM DIŞ BORÇ / İHRACAT (FOB) (**)	245.41	260.01	310.61	348.19			T. EXTERNAL DEBT / EXPORTS (FOB) (**)
DIŞ BORÇ SERVİSİ / GSMH	6.41	6.48	8.01	9.89			EXTERNAL DEBT SERVICE / GNP
DIŞ BORÇ SERVİSİ / TOP DÖVİZ GEL (*)	27.35	23.84	28.30	36.52	48.48	42.32	EXT. DEBT SERVICE / T. FX REVENUES (*)
DIŞ BORÇ SERVİSİ / TOP DÖVİZ GEL (**)	22.40	21.24	28.38	34.63	45.08	39.55	EXT. DEBT SERVICE / T. FX REVENUES (**)
DIŞ BORÇ SERVİSİ / İHRACAT (*)	49.16	47.29	61.22	68.89	85.81	79.20	EXTERNAL DEBT SERVICE / EXPORTS (FOB) (*)
DIŞ BORÇ SERVİSİ / İHRACAT (**)	38.19	38.04	52.89	62.46	75.77	70.03	EXTERNAL DEBT SERVICE / EXPORTS (FOB) (**)
FAİZ / GSMH	2.36	2.39	2.34	2.94			INTEREST / GNP
FAİZ / İHRACAT (*)	18.08	17.47	17.88	20.50	20.63	21.65	INTEREST / EXPORTS (FOB) (*)
FAİZ / İHRACAT (**)	12.94	14.05	15.45	18.68	18.13	19.14	INTEREST / EXPORTS (FOB) (**)
TCMB REZERVLER (NET) / TOP DIŞ BORÇ	22.12	22.89	21.37	23.68	23.07	24.08	INTERNATIONAL RESERVES (NET) / T. EXTERNAL DEBT
TCMB REZERVLER (NET) / KISA VADELİ BORÇLAR	101.65	108.44	97.88	103.03	96.72	102.53	INTERNATIONAL RESERVES (NET) / SHORT TERM DEBT
TCMB REZERVLER (BRÜT) / TOP DIŞ BORÇ	20.44	21.70	20.34	22.70	22.12	23.15	INTERNATIONAL RESERVES (GROSS) / T. EXTERNAL DEBT
TCMB REZERVLER (BRÜT) / KISA VADELİ BORÇLAR	93.82	102.38	92.95	98.74	92.74	98.57	INTERNATIONAL RESERVES (GROSS) / SHORT TERM DEBT
TCMB REZERV (BRÜT) / İTHALAT (FOB)	37.82	38.37	43.40	58.27			TCMB RESERVES (GROSS) / IMPORT (FOB)
TCMB REZERV (NET) / İTHALAT (FOB)	40.94	40.65	45.61	60.80			TCMB RESERVES (NET) / IMPORT (FOB)
CARI İŞLEMLER DENGESİ / TCMB REZERV BRÜT	-14.98	-14.32	10.06	-5.89	-10.13	-22.76	CURRENT ACCOUNT BALANCE / TCMB RESERVES (GROSS)
CARI İŞLEMLER DENGESİ / TCMB REZERV (NET)	-13.84	-13.82	9.57	-6.84	-9.71	-21.89	CURRENT ACCOUNT BALANCE / TCMB RESERVES (NET)
CARI İŞLEMLER DENGESİ / GSMH	-1.37	-1.37	0.98	-0.74			CURRENT ACCOUNT BALANCE / GNP

(*) - Başvı Ticareti ve Transit Ticareti Hariç
(**) Başvı Ticareti ve Transit Ticareti Dahil

(*) - Excluding Shuttle Trade and Transit Trade
(**) Including Shuttle Trade and Transit Trade

Kaynak: HM, TCMB, DPT, DİE

Source: UT, CBRT, SPO, SIS

	1996	1997	1998	1999	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	
DIŞ BORÇ STOKU	79.571	84.797	96.897	103.025	104.684	107.643	108.381	114.324	TOTAL OUTSTANDING DEBT
KISA VADELİ DIŞ BORÇLAR(*)	17.345	18.047	21.217	23.472	24.741	25.017	26.590	28.912	SHORT TERM(*)
ORTA - UZUN VADELİ DIŞ BORÇLAR	62.226	66.750	75.680	79.553	79.943	82.626	81.791	85.412	MEDIUM-LONG TERM
KISA VADELİ DIŞ BORÇLAR(*)	17.345	18.047	21.217	23.472	24.741	25.017	26.590	28.912	SHORT TERM(*)
TİCARİ BANKA KREDİLERİ	4.940	6.022	6.511	8.262	8.377	9.408	11.319	13.960	COMMERCIAL BANK CREDITS
ÖZEL KESİM KREDİLERİ	12.405	12.025	14.706	15.210	16.364	15.609	15.271	14.952	PRIVATE LENDER CREDITS
ORTA - UZUN VADELİ DIŞ BORÇLAR	62.226	66.750	75.680	79.553	79.943	82.626	81.791	85.412	MEDIUM-LONG TERM
RESMİ KREDİTÖRLER	18.682	17.214	17.858	16.970	16.610	16.986	16.873	19.684	OFFICIAL CREDITORS
HÜKÜMET KURULUŞLARI	9.807	9.140	9.855	9.186	9.061	9.037	8.748	8.528	GOVERNMENTAL ORGANIZATIONS
ULUSLARARASI KURULUŞLAR	8.875	8.073	8.003	7.784	7.549	7.949	8.124	11.156	MULTILATERAL ORGANIZATIONS
ÖZEL KREDİTÖRLER	43.544	49.536	57.821	62.583	63.333	65.640	64.918	65.728	PRIVATE CREDITORS
BORÇ	30.463	35.805	43.786	45.114	44.448	44.831	43.404	43.902	LOAN
TİCARİ BANKALAR	14.617	18.482	21.947	24.024	24.001	24.597	23.861	23.987	COMMERCIAL BANKS
BANKACILIK DIŞI FİNANSMAN KURULUŞLARI	2.908	4.522	6.123	6.797	6.270	5.848	5.777	5.698	NONBANK FINANCIAL INSTITUTIONS
PARASAL OLMAYAN KURULUŞLAR	1.739	1.839	2.993	3.351	3.567	3.609	3.487	3.460	NON-MONETARY INSTITUTIONS
KIYI BANKALARI	467	684	1.017	1.000	985	1.010	1.008	1.011	OFF-SHORE BANKS
ÖZEL YATIRIM VE KALKINMA BANKALARI	4	3	17	18	18	16	15	15	PRIVATE INVESTMENT & DEVELOPMENT BANKS
DRESDNER	10.720	10.267	11.681	9.916	9.600	9.744	9.249	9.724	DRESDNER
NGTA	8	8	8	8	8	8	8	8	NGTA
TAHVİL	13.081	13.731	14.035	17.469	18.885	20.809	21.514	21.826	BOND ISSUE
Kaynak: Hazine, TCMB									Source: UT, CBTR
(1) Geçici									(1) Provisional
(*) Kısa vadeli dış borç stokları									(*) Short term debt figures have
TCMB tarafından revize edilmiştir.									been revised by CBTR

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 1-5

R.Gazete No.20907
R.G. Tarihi: 20.6.1991

Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığından :

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı

Karara İlişkin Tebliğ

Tebliğ No: 91-32/5 (1)

BİRİNCİ BÖLÜM
Genel Esaslar

Madde 1 — Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar gereğince tesbiti Bakanlığa bırakılan konularda ve diğer hususlarda uyulması gereken usule ve esasa ilişkin hükümler bu Tebliğ'de açıklanmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

Türk Parası, Döviz ile Kıymetli Maden, Taş ve Eşyalara İlişkin Hükümler

Türk Parası ve Döviz

Madde 2 — Merkez Bankası Türk parasının değerini piyasa şartlarına göre belirleyebilmek için gerekli önlemleri alır.

Merkez Bankası ve bankalar uluslararası piyasalarda döviz ve Türk parası ile ilgili işlemleri yapabilir ve gerektiğinde Türk Lirası banknotları ihraç edebilirler.

Madde 3 — Konvertibl ve konvertibl olmayan dövizler Merkez Bankası'na tespit edilir.

Madde 4 — Vadeli döviz alım-satım işlemlerine ilişkin esaslar Merkez Bankası'na belirlenir.

Madde 5 — Bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve PTT,

a) Kendilerine ibraz edilen dövizli nakit çekler karşılığında bankacılık teamüllerine uygun olarak kısmen Türk parası ve kısmen efektif veya tamamen efektif ödemesinde bulunabilirler.

(2) b) Efektif veya dövizli nakit çekleri bankacılık teamüllerine uygun olarak aynı ve ayrı cins efektiflerle değiştirebilirler. Bankalar, özel finans kurumları ve PTT bunları döviz olarak da yurt dışına havale edebilirler.

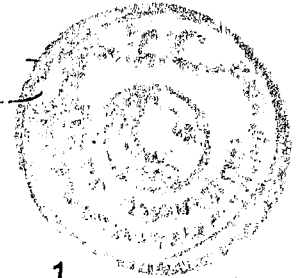
c) Efektifleri daha küçük veya daha büyük kupurlarla değiştirebilirler.

(3) d)

(1) Bu Tebliğde yeralan "Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ibareleri" 95-32/15 s. Tebliğle "Müsteşarlık" olarak değiştirilmiştir.

(2) Bu fıkranın 92-32/6 s. Tebliğle değiştirilmeden önceki şekli arka sahfe fededir.

(3) 93-32/8 s. Tebliğle eklenip, 93-32/9 s. Tebliğle metinden çıkartılan fıkra için 93-32/8 s. Tebliğin 1. maddesine bakınız.



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 6-8

Madde 6 — Bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve PTT, işiraya al-
dıkları muhabetlerince veya diğer yabancı bankalarca,veyahut çek düzenlemeye yetkili kuru-
lularca düzenlenmiş çekler ile seyahat çeklerinin tutarlarını teşkil eden dövizlerin yurda
getirilmesini temin etmekle yükümlüdürler. İşira edilmeyerek tahsil alınan çeklerin tahsil edil-
memesinden doğan sorumluluk ilgililere aittir.

Madde 7 — Bankaların, özel finans kurumlarının, yetkili müesseselerin ve PTT'nin dö-
viz mevcutlarının Merkez Bankası'na devrine ilişkin oran ve esaslar ile bankalar ve özel finans
kurumlarının taahhütleri dikkate alınarak nezdlerinde bulundurabilecekleri döviz mevcutları-
nın tesbitine ilişkin usuller Merkez Bankası'nca belirlenir.

Kıymetli Maden ve Taşlar

(1) Madde 8- Türkiye'de yerleşik kişiler, yurt dışına
ihraç etmek üzere imal ettikleri veya ettirdikleri kıymetli
maden ve taşlardan mamul kıymetli eşyaların üzerine
markaları ile mamulün ayarını gösteren bir damgayı basmak ve
kıymetli eşyaya ilişkin sertifikayı düzenlemek
zorundadırlar. Ancak, ithalatçı firmaların yazılı
taleplerinin bulunması halinde mamulün markasını gösteren
damganın basılması zorunlu değildir. Kıymetli maden ve
taşlardan mamul eşyaların ihracında Darphane ve Damga
Matbaası Genel Müdürlüğünden ekspertiz raporu alınabilir.

İşlenmiş veya işlenmemiş kıymetli maden ve taşların
geçici ithali ile işlendikten sonra mamul veya yarı mamul
kıymetli eşya ve taş halinde ihracında, kıymetli eşya
yapımında kullanılmak üzere gelen işlenmiş veya işlenmemiş
kıymetli maden ve taşlar ilgililerin talebi üzerine gümrük
idareleri tarafından yalnızca Darphane ve Damga Matbaası
Genel Müdürlüğü veya emrine teslim edilir. Bu şekilde
yapılan geçici ithalde, ekspertize, ihraç izin belgesi ve
ihracat işlemine, ihracat karşılığı gelen kıymetli maden ve
taşların teslimine, geçici ithale, fira ve işçilik
bedelleri ile sair hususlara ilişkin ayrıntılar
Müstaeşarlığın uygun görüşü alınarak Darphane ve Damga
Matbaası Genel Müdürlüğünce belirlenir. Gümrük idareleri,
Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğünce düzenlenen
ihraç izinlerine dayanarak yaptıkları çıkış işlemlerinde
gümrük çıkış beyannamesi ile ihraç izninin onaylı birer
örneğini ihracatçıya verir, diğer örneğini ise Darphane ve
Damga Matbaası Genel Müdürlüğüne gönderirler.

Ziynet ve süs eşyası dışındaki işlenmiş altının geçici
ihracı gümrük idarelerine başvurulmak suretiyle
gerçekleştirilir. Ziynet ve süs eşyası dışındaki işlenmiş
altının geçici ihracı karşılığında işlenmemiş altın ithal
talepleri, geçici ihracat yapılan yurt dışındaki ilgili
rafineri veya kuruluşun belgesine istinaden gümrük
idarelerince sonuçlandırılır.

Geçici olarak ihraç edilen ziynet ve süs eşyası
dışındaki işlenmiş altının ihraç tarihinden itibaren 180
(yüz seksen) gün içinde işlenmemiş altın olarak ithal
edilmemesi halinde bedelinin genel esaslar dahilinde yurda
getirilmesi zorunludur.

Gümrük idareleri geçici ihraç ve ithal işlemlerine
ilgili belgelerin birer örneğini ilgili Kambiyo Müdürlüğüne
intikal ettirirler.

(1) Bu maddenin 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilmeden önceki şekli arka sahi-
fedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
Yetkili Müesseseler (1)

Kuruluş ve İzin

- (2) Madde 9 -
(3) Madde 10 -

- (1) Yetkili Müesseselerle ilgili yeni hükümler için bu bölümdeki 97-32/21 s. Tebliğe bakınız.
(2) 93-32/10 s. Tebliğle yürürlükten kaldırılan bu maddenin ilk şekli aşağıdadır. (92-32/6 ve 93-32/8 s. Tebliğlerle değişen şekilleri için mezkûr Tebliğlere bakınız.)

Madde 9 - a) Yetkili müesseselerin:

i) Anonim şirket şeklinde ve münhasıran bu Tebliğ'de belirtilen konularda iştirak etmek üzere kurulmuş olmaları,

ii) Nominal sermayelerinin 2 milyar Türk lirasından, ödenmiş sermayelerinin 1 milyar Türk lirasından az olmaması, faaliyete geçiş tarihinden itibaren 1 yıl içinde sermayenin tamamen ödeneceğinin taahhüt edilmesi.

iii) Kurucularının ve ortaklarının müflis olmaması, yüz kırtarıcı suçlardan ve 1567 sayılı Kanun'a muhalefetten mahkumiyetlerinin bulunmaması,

iv) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması ve kurucu ortaklar dışındaki kişilere devredilmesi işlemlerinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'ndan izin alınması,

b) Türkiye'de şirket kurmak, mevcut veya kurulacak şirketlere iştirak etmek veya şube açmak suretiyle yetkili müessese olarak faaliyet gösterecek dışarıda yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin öngörülen sermaye karşılığı döviz Türkiye'ye getirmeleri,
gerekir.

- (3) Bu maddenin 93-32/10 s. Tebliğle yürürlükten kaldırılmadan, önceki şekli:

Madde 10 - Yetkili müessese olarak faaliyette bulunabilmek için,

a) Türkiye'de yerleşik kişilerce kurulacak şirketlerle ilgili olarak

i) Şirket ana sözleşmesi,

ii) Kurucu ortakların ayrıntılı öz geçmişleri,

iii) Gerekli görülecek diğer belge ve bilgiler,

b) Türkiye'de şirket kurmak, mevcut veya kurulacak şirketlere iştirak etmek veya şube açmak suretiyle yetkili müessese olarak faaliyette bulunacak gerçek ve tüzel kişilerle ilgili olarak,

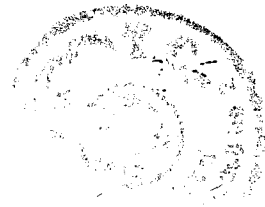
i) Şirketin kurulduğu ülke resmi makamlarınca onaylı ana sözleşmesi ve Türkçe çevirisi,

ii) Kurulduğu ülke resmi makamlarınca onaylı döviz alım satım işleri ile iştirak ettiğini ve bu konuda herhangi bir kısıtlaması bulunmadığını gösterir belge,

iii) Gerçek kişi kurucu ortakların ayrıntılı öz geçmişleri,

iv) Gerekli görülecek diğer bilgi ve belgeler,

ile birlikte Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na başvurulur.



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 11-13

- (1) Madde 11-
- Şube
- (2) Madde 12 —
- Faaliyetleri
- (2) Madde 13 —

(1) 93-32/10 s. Tebliğle yürürlükten kaldırılan bu maddenin ilk şekli aşağıdadır. (93-32/8 s. Tebliğle değişen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)

Madde 11 — Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın ön iznini müteakip kuruluş işlemlerini tamamlayan şirketler, Ticaret Siciline tescil ve ilan tarihinden itibaren 90 gün içinde ana sözleşmelerinin yayımlandığı Ticaret Sicil Gazetesi'nin bir nüshası ile yetkili müessese olarak faaliyette bulunma izni almak üzere Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına başvururlar.

İzin tarihini izleyen bir yıl içinde verilen izne uygun olarak faaliyete geçilmemesi, faaliyete sürekli olarak bir yıl veya daha fazla ara verilmesi, denetimler sonucu mevzuata aykırı işlem yapıldığının tespit edilmesi veya gerekli görülmesi hallerinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nca izin kısmen veya tamamen iptal edilebilir.

(2) Bu maddelerin 93-32/10 s. Tebliğle yürürlükten kaldırılmadan önceki şekilleri:

Madde 12 — Yetkili müesseseler Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bilgi vermek suretiyle yeni şubeler açabilirler.

Madde 13 — Yetkili müesseseler Türkiye'de ve dışarıda yerleşik kişilerce ibraz edilen döviz natik çekleri ve efektifleri Merkez Bankası'nca tespit edilen usul ve esaslar çerçevesinde satın alabilirler ve anılan kişilere efektif satabilirler.

Yetkili müesseselerce alış ve satış işlemlerinde şekli Merkez Bankası'nca tespit edilen döviz alım belgesi ve döviz satım belgesi düzenlenir.

Yetkili müesseseler, Merkez Bankası bünyesinde kurulan Döviz ve Efektif Piyasaları'na Merkez Bankası'nca kendileri için öngörülen piyasalara katılma koşullarını yerine getirmeleri kaydıyla girebilirler. Merkez Bankası ve Döviz ve Efektif Piyasaları'na katılmaları kabul edilen banka ve diğer kuruluşlar ile Türk lirasına, dövize ve efekte ilişkin işlemleri Merkez Bankası'nca belirlenecek kurallar dahilinde kendi aralarında yapabilirler. Aynı kurallar dahilinde yetkili müesseseler, Döviz ve Efektif Piyasaları'nda Merkez Bankası ve piyasalara katılan banka ve diğer kuruluşlarla döviz ve Türk lirası karşılığında alım alış-verişi yapabilirler.

Yetkili müesseseler, işlenmiş kıymetli madenler ile işlenmiş ve işlenmemiş kıymetli taşların ve bunlardan mamul kıymetli eşyaların İthalat Rejimi esasları çerçevesinde ithalini, işlenmiş ve işlenmemiş kıymetli maden ve taşlar ile bunlardan mamul kıymetli eşyaların İhracat Rejimi esasları çerçevesinde ihracını ve kıymetli eşya yapımında kullanılmak üzere kıymetli maden ve taşların geçici ithalini ve işlendikten sonra mamul ve yarı mamul kıymetli eşya ve taş olarak ihracını yapabilirler.

Yetkili müesseseler, işlenmiş veya işlenmemiş gümüşü ve gümüşden mamul eşyayı İthalat ve İhracat Rejimi esasları çerçevesinde ithal ve ihraç, işlenmemiş gümüşü geçici olarak ithal ederek işlendikten sonra mamul ve yarı mamul eşya halinde ihraç edebilirler.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 14-16

(1) Bilgi Verme

Madde 14 —

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
İhracata İlişkin Hükümler

İhracat Bedellerinin Yurda Getirilmesi

Madde 15 — Türkiye'den ihracat, İhracat Rejimi Kararı ve Yönetmelikleri ile Türk Parası Kıymetini Koruma hakkındaki kararlar ve bu kararlara ilişkin tebliğler ve talimatlar ile bankacılık teamüllerine göre yürütülür.

İhracat bedelleri, peşin ödeme, alıcı firma prefinansmanı, akreditifli ödeme, vesaik mukabil ödeme, mal mukabil ödeme ve kabul kredili ödeme şekillerinden birine göre yurda getirilerek bir bankaya veya özel finans kurumuna satılır.

Ancak işlenmemiş alın ihracatında ihracat bedellerinin yurda getirilmesi yükümlülüğü aranmaz.

İhracat bedellerinin beyan edilen Türk parası veya döviz üzerinden yurda getirilmesi esas olup, Türk parası üzerinden yapılan ihracat karşılığında döviz getirilmesi mümkündür.

İhracatta ödeme şekillerine ilişkin usul ve esaslar Merkez Bankası'nca belirlenir.

Vesaikin İbrazı

Madde 16 — Bakanlar Kurulu'nca ilan edilmiş ve edilecek tutarlarda Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu'na prim kesintisi yapılan malların ihracatının bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla gerçekleştirilmesi ve bankalar veya özel finans kurumlarınınca ihracat bedelleri tahsil edilmeksizin veya tahsili garanti altına alınmaksızın vesaikin muhabirlerce alıcılara teslim edilmemesinin sağlanması zorunludur.

Söz konusu ürünlerin ihracatının bankalar veya özel finans kurumları aracılığı ile yapılmasını ve konişmento veya diğer taşıma vesaikinde aracı bankanın veya özel finans kurumunun beirtilmesini teminen;

— Deniz yoluyla nakliyatla, nakliyat acentalarınınca tam takım konişmentonun Türkiye'deki aracı banka veya özel finans kurumu adına,

— Hava, kara ve demiryolu ile nakliyatla ise nakliyat acentalarınınca kara konişmentosu, nakliyecî makbuzu ve hamule senedi gibi belgelerin Türkiye'deki aracı banka veya özel finans kurumununca talimatında gösterilen haricteki muhabir banka adına, düzenlenmesi zorunludur.

Gümrük idarelerince belgelerin belirtilen şartlara uygun olarak düzenlendiği kontrol edilir ve vesaiki bu şartlara uygun olarak düzenlenmeyen ihracata izin verilmez.

(1) Bu maddenin 93-32/10 s. Tebliğiyle yürürlükten kaldırılmadan önceki şekli:

Madde 14 — Yetkili müesseseler Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığınca belirlenecek formlara uygun olarak üçer aylık dönemler itibariyle düzenleyecekleri cetvelleri dönemi takip eden 30 gün içinde,

Yıllık bilanço, kâr zarar cetvelleri ile faaliyet raporunun birer nüshalarını, genel kurul toplantılarının yapılmasını takip eden ayın sonuna kadar Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına,

Şekil ve kapsamı Merkez Bankası'na belirlenecek istatistikî bilgileri ise istenilen sürelerde Merkez Bankası'na, gönderirler.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 17,18

Peşin Döviz

(1) Madde 17- Peşin döviz ve alıcı firma prefinansmanı karşılığında ihracatın bir yıl içinde gerçekleştirilmesi zorunludur. Ancak, meyan kökü, tütün, üzüm ve incir ihracı amacıyla getirilecek peşin dövizler ve alıcı firma prefinansmanının süresi 18 ay, gemi inşa ve ihracının (hazır gemi hariç) finansmanı amacıyla getirilecek peşin dövizler ve alıcı firma prefinansmanının süresi 24 aydır. İhracatı Teşvik Belgesi kapsamında gemi, komple fabrika ve tesisler için getirilecek peşin dövizler ve alıcı firma prefinansmanının kullanım süresi belge süresi (ek süreler dahil) kadardır.

Tebliğin 22 inci maddesinde belirtilen mücbir sebepler ile kabul edilebilecek haklı durumların varlığı halinde Müsteşarlıkça ek süre verilebilir.

Özellikli Olan İhracat

Madde 18 — a) Yurtdışına müteahhit firmalarca yapılacak ihracat ile kitap, gazete, mecmua, pul ihracında bedellerinin 365 gün içinde,

b) Konsinye veya müşterek hesap yoluyla yapılacak ihracatta kesin satışını,

Uluslararası fuar, sergi ve haftalara bedelli olarak satılmak üzere gönderilen malların bedellerinin gönderildikleri fuar, sergi veya haftanın bitimini,

Serbest bölgelere veya gümrüksüz antrepolara yapılacak ihracatta mal bedelinin fiili ihracını,

müteakip 180 gün içinde,

yurda getirilerek bir bankaya veya özel finans kurumuna satılması zorunludur.

Ticari geçici ihracata ait hesaplar bankalar veya özel finans kurumlarınınca mukabil ithalata ait ithal belgelerine istinaden kapatılır. Yurt dışına ticari geçici ihracı yapılan malların verilen süre veya ek süre içinde yurda getirilmemesi halinde, bedellerinin süre bitiminden itibaren 90 gün içinde yurda getirilerek bir banka veya özel finans kurumuna satılması zorunludur.

(1) 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli aşağıdadır. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)

Madde 17 — Peşin dövizle ilişkin ihracatın bir yıl içinde gerçekleştirilmesi zorunludur.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 19-22./..

**Madde 19 — Konsinyasyon veya müşterek hesap yoluyla yapılan ihracatta, ihracatçı-
lar, ihraç edilen malların kesin satışını müteakip;**

- 1 — Satış fiyatı, satılan miktar ve satış bedelini,
 - 2 — Depolama, bakım, fümügasyon, muhafaza ve satış masrafları ile satışa ait diğer masrafları (ambalaj malzemesi bedelleri dahil),
 - 3 — Varsa fire miktarını,
 - 4 — Satış komisyonlarının oran ve tutarını,
- gösterir konsiyatörler tarafından düzenlenmiş kesin satış faturaları ile döviz alım bel-
geleri ve diğer beyannamesinde beyan edilen ihracata aracılık edecek banka veya özel
finans kurumlarına satış yapmak zorundadırlar.

Kredili veya Kiralama Yoluyla Yapılan İhracat

**Madde 20 — Yürürlükteki İhracat Rejimi ve Finansal Kiralama (leasing) Mevzuatı çer-
çevesinde yapılan kredili veya kiralama yoluyla yapılan ihracatta, ihracat bedelinin kredili sa-
tış veya kiralama sözleşmelerinde belirtilen süreleri izleyen 30 gün içinde yurda getirilerek
bankalar veya özel finans kurumlarına satılması zorunludur. İhracat bedelinin tahsiline iliş-
kin usul ve esaslar Merkez Bankası'nca belirlenir.**

İhracatçıların Sorumluluğu

(1) Madde 21- İhraç edilen malların bedelinin süresinde yurda getirilerek,
bankalar ve özel finans kurumlarına satılmasından ve ihracat hesabının
süresinde kapatılmasından ihracatçılar sorumludur.

Alacak hakkının satın alınması suretiyle ticari riskin faktör kuruluşlarınca
üstlenilmesi halinde, ihracat bedelinin üstlenilen risk oranında yurda
getirilmesinden bu kuruluşlar sorumludur.

İhracata aracılık eden, ihracat bedelleri hesaplarına geçen ve gümrük
idarelerinde kendilerine gümrük beyannameleri gönderilen bankalar ve özel
finans kurumları, ihracat bedellerinin yurda getirilmesini ve satışının
yapılmasını ilahenekte yükümlüdürler.

Ek Süre ve Mücbir Sebep Halleri

(2) Madde 22- İhracat bedelinin süresi içerisinde
yurda getirilmesi ve bir bankaya veya özel finans
kurumuna satılmasına engel olan ve aşağıda belirtilen
mücbir sebep hallerinde mücbir sebebin devamı müddetince
ilgili Kambiyo Müdürlüğüne ihracatçıya 3'er aylık dönemler
itibariyle ek süre verilir.

Aşağıda belirtilen mücbir sebep halleri dışında kalan
haklı durumların varlığı halinde, ihracat bedelinin
yurda getirilmesine ilişkin ek süre talepleri Hazine ve
Dışticaret Müsteşarlığınca incelenip sonuçlandırılır.

- (1) Bu maddenin 95-32/15 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sa-
hifededir.
- (2) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sa-
hifededir.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 22,23./..

Mücbir sebep kabul edilebilecek haller:

i) İthalatçı veya ihracatçı firmanın iflası, iflası, ithalatçı firmanın konkordato ilan etmesi ve şahıs firmalarında firma sahibinin ölümü,

ii) Grev, lokavt, avarya hali,

iii) İthalatçı memleket resmi makamlarının karar ve işlemleri dolayısıyla ihracat bedellerinin gelmemesi,

iv) Tabii afet, harp ve abluka hali,

v) Malların kaybı , hasara uğraması veya imha edilmesi,

(1) (vi) İhtilaf nedeniyle dava açılması veya tahkime başvurulması.

Mücbir sebep hallerinin tevsiki.

(i) ve (vi) halinin yetkili mercilerden, (ii) ve (iv) halinin ithalatçının bulunduğu memleketin resmi makamlarından veya mahalli odaca tasdik edilmiş olmak kaydıyla alıcı veya ithalatçı firmadan (harp ve abluka hali hariç), (iii) halinin ithalatçının bulunduğu memleketin resmi makamlarından, (v) halinin ise sigorta şirketlerinden, uluslararası gözetim şirketlerinden veya ilgili ülke resmi makamlarından alınmış belgelerle tevsik edilmesi şarttır.

Mücbir sebep halleri ile ilgili olarak yurtdışından temin edilecek belgelerin dış temsilciliklerimizce veya Lahey Devletler Özel Hukuku Konferansı çerçevesinde hazırlanan Yabancı Resmi Belgelerin Tasdik Mecburiyetinin Kaldırılması Sözleşmesi hükümlerine göre onaylanmış olması gerekir.

Terkin

(2) Madde 23- Her bir ihracat partisindeki;

a) Haklı ve mücbir sebeplerin varlığı aranmaksızın, 50.000 ABD Dolan veya eşitine kadar noksanlıklarda aracı banka ve özel finans kurumlanca,

b) Tebliğin 22 nci maddesinde belirtilen mücbir sebep halleri gözönünde bulundurulmak suretiyle 100.000 ABD Dolan veya eşitine kadar noksanlıklarda Kambiyo Müdürlüklerince,

- (1) 95-32/15 s. Tebliğle değiştirilen bu bendin 92-32/6 s. Tebliğdeki şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.
(2) 95-32/15 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 23,24./..

c) İlgili ihracatçının bir önceki takvim yılında veya cari yılda getirdiği döviz tutarının yüzde birine kadar noksanlıklarda mücbir sebeplerin varlığı aranmaksızın Kambiyo Müdürlüklerince,

ihracat hesapları kapatılır.

Bunun dışında kalan ihracat taahhüt hesabının kapatılmasına ilişkin terkin talepleri, Tebliğin 22 nci maddesinde belirtilen mücbir sebepler ile haklı durumlar gözönünde bulundurulmak suretiyle Müsteşarlıkça incelenip sonuçlandırılır.

Ihracat Bedelinden İndirimler

(1) Madde 24- a) İhracatla ilgili navlun, sigorta primi, komisyon, ardiye, depolama, antrepo, gümrük resmi, harç ve faktoring masrafları ile uluslararası para piyasalarında geçerli faiz oranlarını geçmemek üzere iskonto giderleri gibi masraflar için yapılacak indirimler ile konsinyasyon veya müşterek hesap yoluyla ihraç edilen mallarla ilgili nakil, muhafaza, bakım, fümügasyon, rafa, satış ve benzeri masrafların,

b) Ticari teamüllerin gereği olarak satış akdinde veya akreditiflerde ayrıca varış yerinde tartı ve analiz yapılması şartı bulunuyorsa, tartı ve analiz sonucunda tespit edilen vezin noksanlığı veya kalite farkı ile ekspertiz ve tahkim ücretleri ve rafa (maniplasyon) masraflarının (hariçteki gözetme şirketleri ücretleri dahil),

mal bedelinden mahsubu veya görünmeyen işlemlere ilişkin hükümler çerçevesinde döviz transferi talepleri bankalar veya özel finans kurumlarınca incelenip sonuçlandırılır.

(2) (c) Fiili ihraç tarihinden itibaren 180 gün içinde yurda getirilen ihracat bedelleri, bağlı muamele hükümleri saklı kalmak kaydıyla, ihracatçının ithalat bedelleri ve görünmeyen işlemlere ilişkin giderleri ile mahsup edilebilir.

Dışticaret mevzuatı hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilen mal ihraç ve ithalinde, tarafların aynı kişiler olması ve ihraç bedellerinin yurda getirilme süresi içinde kalınması kaydıyla, mal ihraç ve ithal bedellerinin mahsubu mümkündür.

Bunun dışında kalan talepler Müsteşarlıkça incelenip sonuçlandırılır.

(1) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sahi fededir.

(2) 95-32/15 s. Tebliğiyle değiştirilen bu bendin 92-32/6 s. Tebliğdeki şekli için mezkur Tebliğe bakınız.



İhracat bedellerinden mahsuba izin verilen hallerde, ihracat bedelleri resi içinde yurda getirilmiş sayılır. Mahsuba tabi tutulan kısım için mahsup rehinde geçerli döviz alış kuru üzerinden döviz alım ve satım belgeleri izlenir.

Hesap Kapatma ve İhbar

Madde 25 — Genel olarak yurtdışına ticari amaçla mal ihracında, bedelleri yurda getirme süresi içinde gelen ihracat ile ilgili hesaplar aracı bankalar veya özel finans kurumlarının kapatılır.

Süresi içinde kapatılmayan hesaplar aracı bankalar veya özel finans kurumlarınınca on gününde muamelenin safhalarını belirten taahhütlü bir mektup göndermek veya makbuz mukabil teslim etmek suretiyle ilgili Kambiyo Müdürlüğüne ihbar edilir.

Kambiyo Müdürlüklerince, ihbarı müteakip 20 işgünü içinde ilgililere ihracat hesaplarının kapatılmasını teminen, 90 gün süreli ihtarname gönderilir. Bu süre içinde hesaplara kapatılması veya mücbir sebep hâlinin belgelenmesi gereklidir.

Kur Farkı Devri

Madde 26 — İhracat bedeli dövizlerin süresi içinde yurda getirilmemesi nedeniyle Dövizlekleme ve Fiyat İstikrar Fonu'na yatırılması gereken kur farkları bankalar veya özel finans kurumlarınınca 10 işgünü içinde Merkez Bankası'na devredilir.

Söz konusu 10 işgünlük sürenin hesaplanmasında işlemin yapıldığı gün hesaba katılmaz.

Bu süre içinde devredilmeyen kur farkları ile ilgili olarak 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkındaki Kanun hükümleri gereğince gecikme zammı tahsil edilir.

Ancak;

Tebliğ'in 22 nci maddesinin (i), (ii), (iii), (iv) ve (v) fıkralarında belirtilen mücbir sebep hallerinin, fiili ihrac tarihinden itibaren yasal döviz getirme süresi içinde meydana geldiğinin ilgili Kambiyo Müdürlüğüne tevsik edilip ek süre alınması durumunda, verilen ek süreler içinde getirilen ihracat bedeli dövizlerin alış ile,

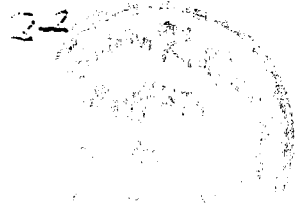
Tebliğ'in 22 nci maddesinin (vi) fıkrası halinde ilgili Kambiyo Müdürlüğünün vereceği 90 günlük ihtarname süresi sonuna kadar yurtdışında dava açıldığının veya tahkime başvurulduğunun tevsiki durumunda, mahkeme veya hakem kararının sonucuna bağlı olarak getirilen ihracat bedeli dövizlerin alışında,

cari kur uygulanır.

(1) Tebliğin 23/c maddesine göre terkin edilen ihracat bedeli dövizlerin, terkin tarihinden itibaren 180 gün içinde yurda getirilmesi halinde ihracat bedeli olarak cari kurdan ilgililerine ödeme yapılır.

(2) Yukarıdaki haller dışında kalan cari kur uygulamasına ilişkin talepler, kabul edilebilecek haklı durumlar gözönünde bulundurulmak suretiyle Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığınca incelenip sonuçlandırılır.

(1) Bu fıkra 92-32/6 s. Tebliğle eklenmiştir.



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 27-29

BEŞİNCİ BÖLÜM
İthalata İlişkin Hükümler

İthalat Bedellerinin Ödenmesi

(1) Madde 27- İthalat bedelleri, bankalar ve özel finans kurumlarının kendi kaynaklarından veya döviz tevdiat hesaplarından bankacılık teamüllerine ve alıcı ile satıcı arasındaki sözleşmelere uygun şekilde Türk parası veya döviz olarak ödenir.

Bağlı muamele yoluyla yapılacak ithalat hükümleri saklıdır.

İthalatta ödeme şekillerine ilişkin esas ve usuller Merkez Bankasınca belirlenir.

İstisnai İthalat

(2) Madde 28- Geçici olarak veya muafiyet yurda girmiş bulunan vasıta, mal ve eşyaların;

1918 sayılı Kaçakçılığın Men ve Takibine Dair Kanun'a muhalefetten yurt içinde kaçak zanıyla yakalanan ve mahkemelerce Gümrük Mevzuatı dahilinde iadesine hükmolunan vasıta, mal ve eşyaların,

İstisnai olarak ithaline, Toplu Konut Fonu'na CIF bedellerinin 100 üne kadar ek prim tahsili suretiyle Müsteşarlıkça izin verilebilir.

Hesap Kapatma

(3) Madde 29- Bedeli fiili ithalden önce ödlenen veya ödeneceği taahhüt edilen ithalata ilişkin hesapların ödeme tarihini izleyen 180 gün içinde kapatılması zorunludur.

Mal bedelinin fiili ithalden sonra ödendiği ithalatta ithalat taahhüt hesaplarının takibi yapılmaz.

Dışticaret mevzuatı çerçevesinde bağlı muamele yoluyla yapılacak ithalatta, verilecek süre (ek süreler dahil) sonundan itibaren 90 gün içinde hesabın kapatılması zorunludur.

- (1) 95-32/15 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)
- (2) Bu maddenin 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilmeden önceki şekli arka sahifededir.
- (3) 95-32/15 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 ve 93-32/8 s. Tebliğlerdeki şekilleri için mezkûr Tebliğlere bakınız.)



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 30,31./...

Hesap Kapatmayanlar Hakkında Yapılacak İşlem

(1) Madde 30- Bedeli fiili ithalden önce ödenen ya da ödeneceği taahhüt edilen ithalata ilişkin hesapların ödeme tarihini izleyen 180 gün içinde kapatılmaması halinde, aracı banka ve özel finans kurumlarınca 10 işgünü içinde ilgili Kambiyo Müdürlüğüne ihbarda bulunulur.

Kambiyo Müdürlüklerince ilgililere tanınan 90 günlük ihtar süresi içinde ithalat hesabının kapatılması veya 32 nci maddede belirtilen mücbir sebeplerin belgelenmesi gereklidir.

Mücbir sebeplerin varlığı halinde, mücbir sebebin devamı müddetince 3 er aylık dönemler itibariyle ilgili Kambiyo Müdürlüğüne ithalatçıya ek süre verilir.

Bunun dışında kalan ithalat taahhüt hesaplarının kapatılmasına ilişkin ek süre talepleri, haklı durumlar gözönünde bulundurulmak suretiyle Müsteşarlıkça incelenip sonuçlandırılır.

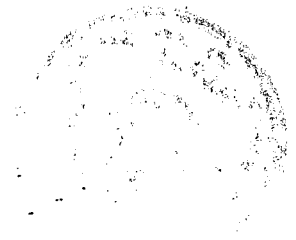
Terkin

(1) Madde 31- Her bir işlem itibariyle;

a) Mücbir sebeplerin varlığı dikkate alınmaksızın 50.000.- ABD Doları veya eşitine kadar noksanlığı olan (sigorta bedellerinden kaynaklanan noksanlıklar dahil) ithalat hesapları doğrudan bankalar veya özel finans kurumlarınca ödeme şekline bakılmaksızın terkin edilir.

b) 32 nci maddede belirtilen mücbir sebep halleri gözönünde bulundurulmak suretiyle 100.000.- ABD Doları veya eşitine kadar açık ithalat hesapları Kambiyo Müdürlüklerince terkin edilmek suretiyle kapatılır.

(1) 95-32/15 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 31,32

Bunun dışında kalan ithalat taahhüt hesabının terkin edilmesine ilişkin talepler Tebliğin 32 nci maddesinde belirtilen mücbir sebepler ile haklı durumlar gözönünde bulundurulmak suretiyle Müsteşarlıkça incelenip sonuçlandırılır.

Mücbir Sebep Halleri

(1) Madde 32- Mücbir sebep kabul edilebilecek haller:

i) İthalatçı veya ihracatçı firmanın infisahı, iflası veya faaliyetlerini daimi olarak tatil etmesi, şahıs firmalarında firma sahibinin ölümü,

ii) Grev, lokavt ve avarya hali,

iii) Resmi makam ve yetkili mercilerimiz veya ihracatçı memleket resmi makamlarının karar ve işlemleri ya da muhabir bankaların muameleleri dolayısıyla ithalatın imkansız hale gelmesi,

iv) Tabii afet, harp ve abluka hali,

v) Malların kaybı, hasara uğraması veya imha edilmesi,

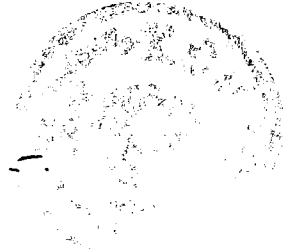
vi) İhtilaf nedeniyle dava açılması,

Mücbir sebep hallerinin tevsiki;

(i) ve (vi) halinin yetkili mercilerden, (ii) ve (iv) halinin, ihracatçının bulunduğu memleketin resmi makamlarından veya mahalli odaca tasdik edilmiş olmak kaydıyla satıcı veya ihracatçı firmadan (harp ve abluka hali hariç), (iii) halinin resmi makamlarımızdan, ihracatçının bulunduğu memleketin resmi makamlarından veya muhabir bankalardan, (v) halinin ise sigorta şirketlerinden, uluslararası gözetim şirketlerinden veya ilgili ülke resmi makamlarından alınmış belgelerle tevsik edilmesi şarttır.

Mücbir sebep halleri ile ilgili olarak yurt dışından temin edilecek belgelerin dış temsilciliklerimizce veya Lahay Devletler Özel Hukuku Konferansı çerçevesinde hazırlanan Yabancı Resmi Belgelerin Tasdik Mecburiyetinin Kaldırılması Sözleşmesi hükümlerine göre onaylanmış olması gerekir.

(1) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sahi-fededir.



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 33-37./..

İthalatın Yapılmaması

Madde 33 — Her ne suretle olursa olsun, süresi içinde ithal edilmeyen malların ödenmiş bulunan bedellerinin fiili ithal için tayin edilen sürelerin (ek süre veya imal süresi dahil) bitiminden itibaren en geç 90 gün içinde yurda getirilerek bir bankaya veya özel finans kurumuna satılması, döviz alışlarının bankalar veya özel finans kurumlarıncaya cari alış kurlarından yapılması ve bu miktarlar üzerinden ilgililere ödenmesi gerekir.

(1) Madde 34- Dışticaret mevzuatına göre gümrüğe gelen malların faturalardaki transfere eşas kıymeti, gümrük beyannamesinde kayıtlı tutarı geçemez.

Bankalar ve Özel Finans Kurumlarının Sorumluluğu

Madde 35 — Bu Tebliğ veya İthalat Rejimi'nde belirtilen esas ve/veya usullere ithalatçılarınca uyulmuş olmasına rağmen bankalar ve özel finans kurumlarıncaya uyulmaması halinde, ithalatçıların hakları haleldar olmaz. Ancak, bu suretle esas ve usullere uymayan bankalar ve özel finans kurumları hakkında gerekli işlem yapılmak üzere Merkez Bankası veya yetkili mercilerce Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bildirilir.

(2) ALTINCI BÖLÜM

Bağlı Muamele veya Takas

Hesap kapatma

Madde 36- İhracat ve ithalat, bağlı muamele veya takas ödeme şekline göre gerçekleştirilebilir. Bağlı muamele veya takas yoluyla yapılacak ihracat, ihracatın Düzenlenmesi ve Desteklenmesine İlişkin Karar ve İhracat Yönetmeliği ile buna ilişkin Tebliğ çerçevesinde yürütülür.

Bu tür ihracatta;

a) İhracat bedelinin mal veya kısmen nakit ve/veya ölçülebilir olması kaydıyla hizmet olarak yurda getirilmesi ve yapılacak ithalat karşılığında yukarıda belirtilen esaslar dahilinde ihracatın gerçekleştirilmesi gereklidir.

b) Mukabil ihracat ve ithalatın yapılmaması halinde Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Karar ve bu Karar'a ilişkin Tebliğ hükümleri uygulanır.

YEDİNCİ BÖLÜM

Sermaye Hareketlerine İlişkin Hükümler

Yabancı Sermaye Mevzuatı ve Petrol Kanun'u Dışında Ticari Faaliyette Bulunma

(x) Madde 37 — Dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye'de, yabancı sermaye mevzuatına ve Petrol Kanunu'na göre şirket kurmaları ve şube açmaları dışında, ticari faaliyette bulunmalarına Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nca izin verilir.

(1) Bu maddenin 95-32/15 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sahfededir.

(2) Bu bölümün 92-32/6 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli arka sahfededir.

(x) Yabancı Sermaye Mevzuatı için KISIM VII'ye bakınız.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(e)
Md: 37-40

Dışarıda yerleşik kişilerin Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nca verilen izinler çerçevesindeki ticari faaliyetlerden sağladıkları kârları ile satış ve tasfiye bedellerinden vergi, resim ve benzeri yükümlülükler döşöldükten sonra kalan kısmı bankalar ve özel finans kurumlarıncaya transfer edilir.

Adi Ortaklık Tesisi

Madde 38 — Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de, uluslararası ihaleler için oluşturulan adi ortaklıklar dışında, belirli bir işi gerçekleştirmek ve bu iş süresi ile sınırlı olmak üzere adi ortaklık tesis etmelerine, ortaklık sözleşmesinde aksine bir hüküm bulunmadıkça kâr ve zarara eşit oranda ortak olmak, iş bitimine kadar yabancı ortak tarafından herhangi bir çekilde yurtdışına kâr ve benzeri transfer talebinde bulunulmaması kaydıyla Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nca izin verilir.

İş bitiminde ortaklığın kâr etmesi halinde kârdan, vergi, resim ve benzeri yükümlülükler döşöldükten sonra kalan kısımdan yabancı ortağın payı, mevzuattaki hükümlere uyulmak kaydıyla bankalar ve özel finans kurumlarıncaya transfer edilir.

Lisans ve Temsilcilik Sözleşmeleri

Madde 39 — Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kredi kartı kuruluşları ile yapacakları lisans ve temsilcilik sözleşmeleri için gerekli izin alınmak üzere sözleşme tas-lakları ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na başvurulur.

Alınan izinler çerçevesinde, sözleşme kapsamında yurtdışındaki kredi kartı kuruluşlarına yapılacak ödemeler bankalarca transfer edilir.

Sermaye İhracı ve Servet Transferi

(1) Madde 40- a) Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurt dışına yapacakları nakdi sermaye transferi yerine mal ihraç ederek bedelinin yurt dışında kurulacak şirket veya şubelerin sermayesine mahsup edilmesine ilişkin talepleri,

b) Türkiye'de yerleşik kişilerin, özel kanunlarla ithali yasak veya izin verilmeyen mallardan olmaması, yeni ve kullanılmamış olması kaydıyla Türkiye'ye yapacakları servet transferi talepleri ile yurtdışına yapacakları servet transferine ilişkin talepleri,

c) Göçmen ve mültecilerin İskan Kanununun 31 inci maddesi, Bedelsiz İthalat Kararı ve Gümrük Mevzuatı dışında kalan ve beraberlerinde veya kendilerinden en çok iki ay önce ya da altı ay sonra gelen eşya ve mallarının ithaline ilişkin talepleri,

Müsteşarlıkca incelenip sonuçlandırılır.

(1) 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilen bu madde ve başlığının ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğ'e bakınız.)

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 41./..

(x) Krediler

(1) Madde 41- Bankalar ile özel finans kurumları, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'ın 17 nci maddesi gereğince kredi teminine garanti vererek ya da vermeksizin aracılık edebilirler.

Yurtdışındaki işleriyle ilgili olarak yurtdışından kredi sağlayan Türkiye'de yerleşik kişiler dışında kalan Türkiye'de yerleşik kişiler, yurt dışından sağladıkları kredileri bankalar veya özel finans kurumları aracılığı ile kullanırlar. Ancak ihracat kredi kurumlarından veya ihracat kredisi garanti kuruluşlarının garantisinde sağlanan yurt dışındaki ihracatçı firmaya ödenecek olan krediler için bu şart aranmaz.

(y) Döviz kredilerinin alınma ve verilmesinde lehte ve aleyhte doğacak kur farkları ilgililere aittir. Ancak, Dış Krediler Kur Farkı Fonu'nun tesisine dair Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 31 sayılı Karar hükümleri saklıdır.

(2) Yurtdışından sağlanan prefinansman kredileri ile ihracatın finansmanı amacıyla bankalarca Türkiye'de yerleşik kişilere açılan döviz kredilerinin vadeleri bir yıldır. Meyan kökü, tütün, üzüm ve incir ihracatı amacıyla sağlanan kredilerin vadesi 18 ay, gemi inşa ve ihracatının finansmanı için kullanılacak kredilerde (hazır gemi hariç) bu süre 24 aydır. İhracat Teşvik Belgesi kapsamında gemi, komple fabrika ve tesis ihracatının finansmanı amacıyla sağlanan kredilerinin vadeleri belge süresi (ek süreler dahil) kadardır.

(3) Uluslararası piyasalardan sağlanan prefinansman kredileri ile bankalarca ihracat ve döviz kazandırıcı faaliyetlerin finansmanı amacıyla kullanılan döviz kredilerine ilişkin taahhüt sürelerinin ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde uzatılması halinde, prefinansman amirinin veya krediyi kullandıran bankanın muvafakat etmesi kaydıyla, bu kredilerin vadeleri verilen ek süreler kadar uzatılmış sayılır.

- (1) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğle değiştirilmeden önceki şekli arka sahifededir.
- (2) 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilen bu fıkranın 92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkur Tebliğe bakınız.
- (3) 97-32/19 s. Tebliğle değiştirilen bu fıkranın 92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkur Tebliğe bakınız.
- (x) Kamu Kurum ve Kuruluşları ile Belediyelerin sağlayacak - ları kredi ile tahvil ve diğer borçlanma aracı ihraçla - rıyla ilgili olarak bu bölümdeki 92-32/7 s. Tebliğe ba - kınız.
- (y) Fıkroda bahsi geçen 31 s. Karar KISIM IV'dedir.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(d)
Md: 41,42

Bankalar birbirlerine, bankacılık teamülleri çerçevesinde doğrudan veya uluslararası sendikasyona katılım yoluyla vade sınırı bulunmaksızın döviz kredisi açabilirler.

Bankalar, Türkiye'de yerleşik kişilere yatırım mallarının ithalatının finansmanı için açtıkları döviz kredilerinin üçte birine kadar işletme ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla döviz kredisi açabilirler.

Bankalar, Türkiye'de yerleşik kişilere, kredi kartlarını yurt dışındaki harcamaları için \$ 10.000,- lık limit içerisinde rotatif kullanabilirler. Ancak hesap bakiyelerinde \$ 10.000,- lık limit üzerinde oluşacak depasmanın 30 gün içerisinde kapatılması gerekir.

(1) Madde 42- Türkiye'de yerleşik kişiler tarafından 1 yıldan (365 gün) uzun vadeli olarak yurtdışından sağlanan nakdi krediler Müsteşarlık nezdindeki Borç Kütüğüne tescil ettirilir. Kamu kurum ve kuruluşları ile belediyelerin yurtdışından sağladıkları bir yıldan uzun vadeli aynı kredilerin de Borç Kütüğüne tescilli gereklidir.

Belirtilen kredilerin, Müsteşarlık nezdindeki Borç Kütüğüne tescil ettirilmemesini teminen; Kredi anlaşmaları ile örneği Ek:1 ve Ek:2'de gösterilen bilgi formları anlaşma tarihinden itibaren 30 gün içinde kredi borçlusu tarafından, bu kredilere ait kullanımlar ile anapara, faiz ve diğer geri ödemelere ait bilgiler ise Ek:3 ve Ek:4'te gösterilen dış borç cetvelleriyle, aylık olarak, izleyen ayın 15'ine kadar ilgili bankalar ve özel finans kurumları tarafından, Müsteşarlığa gönderilir.

Kamu kurum ve kuruluşları ile belediyeler dışındaki Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından sağladıkları aynı kredilerin (ithalatın finansmanında kullanılan ödeme şekilleri dahil) takibi Merkez Bankası tarafından yapılır.

Yurtdışından sağlanan gayrinakdi kredilerin Borç Kütüğüne tescilli gerekmez.

Türkiye'de yerleşik kişilerce yurtdışından sağlanıp, yurtdışındaki işlerde kullanılan ve geri ödemelerinin bu işlerden elde edilecek döviz kazançlarından karşılanması asıl olan kredilerin Borç Kütüğüne tescilli gerekmez. Ancak, bu şekildeki kredilere ait geri ödemelerin yurtiçinde elde edilecek gelirler ile yapılmasının gerekmesi halinde, bu tarihten itibaren 30 gün içerisinde, Borç Kütüğüne tescil ettirmek üzere kredi borçlusu tarafından, kredi anlaşması ile örneği Ek:1 ve Ek:2'de gösterilen bilgi formları Müsteşarlığa gönderilir.

(1) Bu maddenin 95-32/15 s. Tebliğiyle değiştirilmeden önceki şekli aşağıda belirtilmiştir.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(c)
Md: 43-47

Madde 43 — Özelliklerine göre bir kod numarası verilip Borç Kütüğü'ne kaydı yapılan aynı ve nakdi kredilerin tescil durumu Merkez Bankası ve ilgililere bildirilir. Tescili yapılmamış kredilerin Merkez Bankası veya bankalar ve özel finans kurumlarınınca transferi yapılmaz.

Döviz Hesapları

Madde 44 — Bankalar gerek Türkiye'de gerek yurtdışında yerleşik kişiler adına döviz tevdiat veya dövize dönüştürülebilir Türk Lirası mevduat hesapları açabilirler. Bu hesapların işleyişine ilişkin usul ve esaslar Merkez Bankası'nca belirlenir.

SEKİZİNCİ BÖLÜM

Usul ve Müsterek Hükümler

Madde 45 — Türk parası kıymetini koruma hakkında kararlar ve bu kararlara ilişkin tebliğler uyarınca Merkez Bankası'nca çıkarılan genelgeler tebliğ hükmündedir.

(1) *Bu Tebliğde öngörülenler dışında kalan haller Hazine ve Dışticaret Müsteşarlığınca incelenip sonuçlandırılır.*

Yatırım Malları

(2) *Madde 46- Yatırım Teşvik Belgesi Kapsamındaki makina ve teçhizat, İthalat Rejiminde ithalatı doğrudan teşvik edilen yatırım malları listesinde yer alan maddeler ile kamu kuruluşlarının teşvik belgeli veya belgesiz yatırım malları 32 sayılı Kararın uygulanmasında yatırım mallarını ifade eder.*

Süreler

Madde 47 — Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar'la sözkonusu Karar'a ek olarak yayımlanacak kararlarda ve bunlara ilişkin tebliğlerde belirtilen hak doğurucu ve hak düşürücü ve uyulmaması aykırılık oluşturan sürelerin hesaplanmasında işlemin yapıldığı gün hesaba katılmaz.

Ancak, hesaplanacak sürelerin son günü resmi tatile rast'arsa, süreler izleyen ilk iş günü çalışma saati sonunda biter.

a) Süreler gün olarak ifade edilmiş bulunduğu takdirde ilk gün (işlemin yapıldığı gün) hesaba katılmaz. Günler ertesi gündün hesaplanmaya başlanır ve süre son günün çalışma saati sonunda biter.

b) Süreler ay olarak gösterildiği takdirde sürenin bitimi, izleyen ayların işlem tarihine tekabül eden tarihteki günün mesai saati sonudur. O ayda işlem tarihine tekabül eden bir gün bulunmuyor ise sürenin bitimi ayın son gündür.

c) Süreler yıl olarak belirlendiği takdirde ise sürenin bitimi, izleyen yılların işlemin yapıldığı ay ve tarihe tekabül eden ay ve tarihteki günün çalışma saati sonudur.

(1) Bu fıkra 92-32/6 s. Tebliğle eklenmiştir.

(2) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğle değiştirilmeden önceki şekli:

Madde 46 — Yatırım Teşvik Belgesi kapsamındaki makina ve teçhizat ile İthalat Rejiminde ithalatı doğrudan teşvik edilen yatırım malları listesinde yer alan maddeler, 32 sayılı Kararın uygulanmasında yatırım mallarını ifade eder.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(F)
Gç.Md: 1-8

DOKUZUNCU BÖLÜM

Çeşitli Hükümler

Geçici Madde 1 — Yürürlükten kaldırılan 17 ve 25 sayılı Karar'lar kapsamındaki ihracata ilişkin kur farklarının Özel Hesaba tahsiline devam olunur. Aynı kararlar kapsamındaki ithalata ilişkin kur farkları ilgililer tarafından Merkez Bankası'na yatırılmadıkça mal bedelleri transfer edilmez.

(x) Geçici Madde-2 — 8/5854 sayılı Karar'ın yayımı tarihi olan 12/1/1983 den sonra yurda ithal edilmek istenilen hazır gemilerin bayrak şahadetnamelerinin sözkonusu tarihten önce konsolosluklarımızca onaylanmış olması halinde bu işlemlere mülga 8/5854 sayılı Karar hükümleri uygulanır.

Geçici Madde 3 — Mülga 25 sayılı Karar tatbikatında nazara alınmak üzere, gümrük işlemleri sırasında ilgililer ile gümrük idareleri arasında çıkan ve ilgililer lehine sonuçlanan uyuşmazlıklarda uyuşmazlığın başlangıç tarihinde mallar fiilen ithal olunmuş sayılır ve kur farkları buna göre hesaplanır.

Geçici Madde 4 — Yürürlükten kaldırılan 25 sayılı Karar'ın 4'üncü maddesiyle Merkez Bankası'nda açılan Özel Hesab'ın işleyişi, kullanılışı ve tasfiyesine ilişkin esaslar Bakanlık tarafından belirlenir.

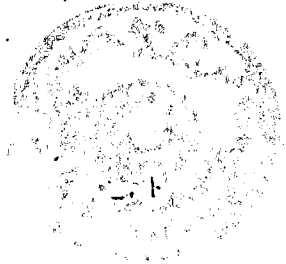
Geçici Madde 5 — Yürürlükten kaldırılan 25 sayılı Karar'ın 7 nci maddesinde sözü edilen döviz satışı yapılmış işlemlerle ilgili olup, fiili ithali 28/12/1983 tarihinden sonra sonuçlandırılacak mallara ilişkin ithalat işlemleri için 29/12/1983 tarihine kadar oluşan kur farkları tahsil edilerek Özel Hesab'a devredilir.

(1) Geçici Madde 6 —

Geçici Madde 7 — Yürürlükten kaldırılan tebliğler hükümlerine göre başlamış olup henüz sonuçlanmamış işlemler, ilgili tebliğ hükümlerine tabidir. Ancak aksine bir hüküm olmadıkça bu Tebliğ'in ilgililer lehine olan hükümleri uygulanır.

(2) Geçici Madde 8- Faaliyette bulunan yetkili müesseseler ile bu Tebliğin yayımı tarihinden önce yetkili müessese olarak faaliyette bulunmak üzere Müsteşarlığa başvuruda bulunanlar ödenmiş sermayelerini 31.12.1994 tarihine kadar 5 milyar Türk Lirasına yükseltmekle yükümlüdürler. (y)

- (1) Bu maddenin 92-32/6 s. Tebliğle yürürlükten kaldırılma - dan önceki şekli arka sahifededir.
- (2) 93-32/8 s. Tebliğle değiştirilen bu maddenin ilk şekli arka sahifededir. (92-32/6 s. Tebliğle değiştirilen şekli için mezkûr Tebliğe bakınız.)
- (x) Maddede bahsi geçen 8/5854 s. Karar, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında mülga 25 s. Karara ek karardır.
- (y) Yeni hükümler için bu bölümdeki 93-32/10 s. Tebliğe bakınız.



Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(f)
Gç.Md:9-11; Md:48,49

Geçici Madde 9 — Bu Tebliğin yayımı tarihi itibarıyla açık bulunan mal mukabili itibarı hesapları ile ilgili olarak satıcının mal bedelini istemediğine dair belgenin bankalara, özel finans kurumlarına veya ilgili Kambiyo Müdürlüklerine ibraz halinde bu hesaplar anılan kuruluşlarca re'sen terkin edilmek suretiyle kapatılır.

Geçici Madde 10 — 32 sayılı Karar'ın yayımı tarihinden önce Merkez Bankasında bloke edilmiş Türk Liralarının kullanımı serbesttir.

(1) Geçici Madde 11- Faaliyette bulunan yetkili müesseseler 31.12.1993 tarihine kadar Müsteşarlığa başvurarak bu Tebliğin 4 üncü maddesinde belirtilen "Yetkili Müessese İzin Belgesi" ni almak zorundadırlar. (x)

ONUNCU BÖLÜM Yürürlük Hükümleri

(y) Madde 48. — Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karara ilişkin 89-32/1, 90-32/2 ve 90-32/3 sayılı Tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır.

(2) 18 Ocak 1992 tarih ve 21115 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 91-32/5 Sayılı Tebliğde değişiklik yapılması hakkındaki Tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır.

Madde 49 — Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

- (1) Bu Geçici Madde 93-32/8 s. Tebliğle eklenmiştir.
(2) Bu fıkra 92-32/6 s. Tebliğle eklenmiştir.
(x) Yeni hükümler için bu bölümdeki 93-32/10 s. Tebliğe bakınız.
(y) Yürürlükten kaldırılan Tebliğlere ait Liste arka sahifededir.

Tablîğ 91-32/5
(K.89/14391)

(a)
Ek: 1

Ek : 1
Dış Borçlara Ait (1) Numaralı Cetvel
BORÇLARA AİT GENEL BİLGİLER

DÜZENLEYEN MÜESSESE

- | | | |
|--|---|-------|
| 1 - Kredinin Kodu | : | _____ |
| 2 - Kredinin Adı | : | _____ |
| 3 - Kredinin nerede ve hangi maksatla kullanıldığı | : | _____ |
| 4 - Kredinin Limiti (Faiz Hariç) | : | _____ |
| 5 - Kredinin kullanılan kısmı | : | _____ |
| 6 - Döviz cinsi | : | _____ |
| 7 - Kredinin türü | : | _____ |
| 8 - Peşinat miktarı, ödeme tarihi | : | _____ |
| 9 - Faiz oranı | : | _____ |
| 10 - Taahhüt komisyonu oranı | : | _____ |
| 11 - Diğer masraflar | : | _____ |
| 12 - Gecikme faizi oranı ve hesaplanmasında alınan esas | : | _____ |
| 13 - Krediyi veren hükümet, müessesé veya firma ile kredinin sağlandığı ülke | : | _____ |
| 14 - Kredinin asıl borçlusu | : | _____ |
| 15 - Kredinin nihai kullanıcısı | : | _____ |
| 16 - Borçlu tarafından kullanılan ajan veya banka | : | _____ |
| 17 - Anlaşma tarihi | : | _____ |
| 18 - Yürürlük tarihi | : | _____ |
| 19 - Varsa anlaşmayı onaylayan Kanun veya Kararname | : | _____ |
| 20 - Varsa anlaşmanın yayımlandığı Resmî Gazete | : | _____ |
| 21 - a) Devlet garantili olup olmadığı | : | _____ |
| b) Varsa sigorta yapan kuruluş | : | _____ |
| c) Varsa garanti veren kuruluş | : | _____ |
| 22 - Yaklaşık ilk kullanma tarihi | : | _____ |
| 23 - Yaklaşık son kullanma tarihi | : | _____ |
| 24 - Anapara ilk taksit ödeme tarihi | : | _____ |
| 25 - Anapara son taksit ödeme tarihi | : | _____ |
| 26 - İlk faiz ödeme tarihi | : | _____ |
| 27 - Son faiz ödeme tarihi | : | _____ |
| 28 - Taksit adedi | : | _____ |
| 29 - Taksit aralıkları | : | _____ |
| 30 - Kredi hakkında tamamlayıcı not | : | _____ |

Açıklamalar :

- 1 - Bu cetvel her borç kalemi için ayrı ayrı doldurulacaktır.
- 2 - Miktarlar kredi esas parasıyla gösterilecektir.
- 3 - Para birimi kesirleri tama iblağ olunacaktır.
- 4 - Ondördüncü maddede "kredinin asıl borçlusu" tabirinden maksat, kredinin Devlet tarafından mı alınıp kullanan müesseseye devir edildiği veya doğrudan doğruya kullanan müessesecemi temin edilmiş olduğudur.
- 5 - Aynı kredi kullanılmışsa, 30 nolu kısımda ithal edilen mal hakkında bilgi verilecektir.

Tebliğ 91-32/5
(K.89/14391)

(b)
Ek: 4

(1) EK:4
DIŞ BÖRÇLARA AİT KULLANIM TABLOSU
...../..... İTİBARIYLA

KREDİYİ İTFA EDEN KİŞİ / KURUM VEYA KURULUŞ	SIRA NO	GLN	KULLANIM TARİHİ	KULLANILMAMIŞ BAKIYE	KULLANMA TUTARI	AÇIKLAMA

NOT: Krediye mahsuben nakit olarak alınan, mal olarak ihai edilen
veya sarf edilen hizmet karşılığı kredi miktarları (faiz tarıç) yazılacaktır.
Her kullanımın ayrı ayrı bildirilmesi gerekmektedir.

(1) Bu Ek:4'dün 4.7.1996 tarih ve 96/YB-10 No.lu Merkez Bankası Genelgesi ile değiştirilmeden önceki şekli ar
ka sahifededir.

TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE

JAN GARANTI E42 Bear Sterns Rabobank Securitization with support of IFC

JAN FINANS E5

JAN TEB (IPO) \$77 Flemings and Nomura

MAF GARANTI E400 Bank of New York

\$14.60-16.85

Alpha Credit Bank Amex Banque Hapoalim Bayerische Hypo und Vereinsl Bank of Nova Scotia Commerzbank Credit Agricole Indosuez The Dai-ichi Kangyo Bank Deutsche Bank Dresdner BankLuxembourg Fuji Bank Greenwch Natwest Standard Chartered Bank

1 E+50bps E10mo- 65bps E7.5mn-60bps E5mn-55bps

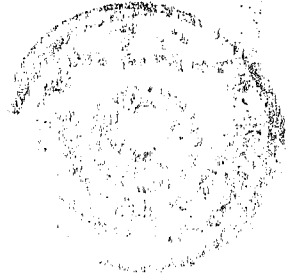
Agricultural Bank fo Greece(LN) Banca Nazionale del Lavoro Banco Luso Espanol Bank of Taiwan BRED Banque Populaire Cariplo Banque CoBank DBS Bank DG Bank FinnFund Fleet Bank KBC Bank Merita Nordbanken Paribas&SG W/GZ Banca Monte dei Paschi di Siena(M) Banca Popolare di Verona Int'l Banca Pitto & Sotto Mayor BRE Bank Fortis Bank Hua Nan Commercial Bank National Bank of Abu Dhabi Arab Investment Company(P) Baden Wuertembergische Bank Popolare di Novara Banco di Sicilia Banco Esprito Santo Bank of Kuwait Banque Misr BG Bank



TURKISH SYNDICATIONS 2000

EK 5-2

BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE Year
MAF DIŞBANK (March 22)	\$60	BONY	AMEX ABC Group National Bank of Egypt Alpha Credit Bank	BHF Bank Commercial Bank of Greece CCF CSFB Hamburger Sparkasse Israel Discount Bank Leonia Corporate Bank Lyonnais de Banque Raiffeisenlandesbank Oberosterreich Skandinaviska Enskilda Bank Swedbank Toronto Dominion UBAE Unibank Unicredito Italiano CoBank(LM) Gulf Bank Standard Chartered Bank Alahil Bank of Kuwait(M) The Arab Investment Company BG Bank Natexis Banque Commercial Bankof Kuwait(P) Banca di Roma Banca Monte dei Paschi di Siena Bank Kreiss BHF-Bank Commercial Bank of Greece Erste Bank First Union National Israel Discount Bank Lyonnais de Bank Pinebank RZB UBAF Vereins und Westbank WGZ Bank	1 Libor+0.85% 90bps for 3 mio 85bps for 2 mio 80bps for 1 mio



TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT MIO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

MAF TURKCELL(IPO) Deutsche Bank Margan Stanley Dean Witter
Lehman Brothers Goldman Sachs(bookrunner)
Warburg Dillon Read
CSFB

MAF GARANTI \$247.5 Merrill Lynch
(SPO) CSFB

MAF KOÇ(N) \$30 Natexis
(signed March 17) BONY
Commerzbank

The Arab Inv. Company Libor+95bps
Banca Popolare di Novara
Chiao Tung Bank
Credito Emiliano
Indover Bank
Vereings Und Westbank

APR TÜRK EXIM \$75 ABN AMRO
BoTM
Bayerische Landesbank
Commerzbank
Dai Ichi Kangyo
Natexis
West LB

1 Libor+110bps(margin)
110bps for \$5 mio
100bps for \$2,5mio
90 bps for 1 mio

APR FİNANSBANK \$125 Bank of America

EURIBOR+395 bps for E75 mio

APR TOPRAK \$90 ABC Group Alpha Credit Bank
(April 10) BW Amex
BONY Bayerische Landesbank
Hypo Vereinsbank
Credit Agricole Indosuez(Agent)
Dai-ichi Kangyo
Dresdner

KBC(LM) 1 Libor+0.80%
Agricultural Bank of Greece
GZB 90 bps for 5 mio
Standard Chartered
BG Bank(M)
Erste Bank
Key Bank
Arab Bank Aktiengesellschaft
Banca di Roma
Cariplo
Monte dei Paschi
Popolare di Verona



TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT MIO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

Bank of Ireland
 Christiana
 Cariplo
 Commercial Bank of Greece
 UBAE
 Unibank
 Union Bank of Israel
 Zürcher Kantonalbank

Libor+460 bps for USD 50 mic 5

APR İŞBANK E150 mil Citibank 3 200bps
 (securitisation)

MAY OSMANLI \$100 BoTM 5 325bps
 (May 17)

Alpha Credit Bank
 First Union National
 Standard Chartered Bank

Bayerische Landesbank
 Hypo Vereinsbank
 Dai-ichi Kangyo
 Natexis Banque
 BONY

BRED Banque Populaire(LM) 1 Libor+0.55%
 Cobank 60bps - 5 mio
 ACB 55bps - \$3mio
 Commercial Bank of Greece 52,5bps - \$2 mio,
 Bank Hapoalim, London(M) 50 bps - \$1mio
 Bank One
 Banque Misr
 Leontia Corporate Bank
 UBAF

Banca Agricola Mantovana(P)
 Banca Monte dei Paschi si Siena, Ft
 NBL

Banca Popolare di Novara, Luxembourg
 Bank Leumi
 BG Bank
 BHF Bank
 Cariplo

Israel Discount Bank, London
 Fortis Bank
 Indover Bank
 Postgirat Bank
 Swed bank
 Union Bank of Israel
 United Arab Italian Bank
 WZ Bank
 Vseobecna Uverova Banca



TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE Year	
MAY EXIMBANK (May 23)	\$160	ABN Amro(LA) BoTM Bayerische Landesbank Commerzbank Dai Ichi Kangyo Natexis Banque West LB	Banco BPI(LM) Banco Luso Espanol Bank of Valetta BMCE Bank BRED Banque Populaire Citibank/SSSB Erste Bank Landesbank Schleswig Holstein Standard Chartered Agricultural Bank of Greece(M) Alternatifbank Bank Hapoelim Emirates Bank Hua Nan Commercial Hungarian Foreign Trade Bank Landesbank Rheinland-Phalz BNP Paribas Alpha Bank(P)+F198+F264 Anglo Irish Bank Banca di Roma Banca Monte dei Paschi di Siena BRE Bank The Economy Bank Indover Bank Interbank Koçbank Oyabank Pamukbank RZB Standard Bank Tunis Int'l Bank Union Bank of Israel Zivnostenska Banka	1	Libor+110bps
MAY BANK KAPITIF	\$25	Alpna Credit			Libor+125bps

TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE Year
JUN VAKIF	\$130				1 Libor+100bps
JUN TEB (June 30)	\$80	Alpha Credit Arab Investment Company Hypo VereinsBank Commerzbank(Bookrunner) Standard Bank West LB(Doc. Agent)	GIB NBK	AMEX(M) Bank of Kuwait&Middle East National Bank of Egypt Int'l RBC Fortis Bank(Co-M) LBW Zurcher Kantonalbank Banca Intesa D-France(P) Banca Monte dei Paschi di Siena Banca Nazionale dell'Agricoltura Banca Toscana Banque Misr Paris BG Bank Emirates Bank Int'l Natexis Banque	1 Libor+65bps 75bps for \$5mio 70bps for \$4mio 65 bps for \$3mio 60bps for \$2mio-CM 55bps for \$1mio-P
JUN ALTERNATIF (June 22)	\$40	Standard Bank West LB	Alpha Bank	Erste Bank(LM) National Bank of Egypt Banco di Sicilia(M) Bankgesellschaft Berlin ational Bank of Oman Standad Chartered Bank UGBI UBAE Arab Italian Bank	1 Libor+110bps 100bps for \$3mio 95bps for 2 to \$3mio 90bps for 1 to \$2mio
JUN AKBANK (June 28)	\$400mio	BoTM(Coordinator) DeutscheBank(Coordinator) ABN AMRO Alpha Credit BONY Banque Paribas(Suisse) Barclays Commerical Bank of Greece Commerzbank Credit Agricole Indosuez Dai-ichi Kangyo DeutscheBank(Facility&Doc. / Fuji Bank(Bookrunner)	AMEX(LM) Bank Austria/Creditansalt Gulf Bank National Bank of Kuwait Banca Luso Espanol Bank of Kuwait&Middle East Firstar Bank National Bank of Au Dhabi Pireus Bank Saudi National Commercial Bank Toronto Dominion Agricultural Bank of Greece Banca Monte dei Paschi di Siena	1 Libor+50bps 65bps for \$10mio 57.5bps for 5mio 52.5 for 3 mio 50bps for 2 mio	



TURKISH SYNDICATIONS 2000

EK 5-7

BORROWER AMNT MIO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

Natexis (prepare the info merr)
 NBG International Banca Nazionale del Lavarò
 SGZ Banca di Napoli
 Standard Chartered Banca di Sicilia
 Sumitomo Bank Finnish Fund
 Hua-Nana Commercial Bank Hua-Nana Commercial Bank
 Fortis Bank Fortis Bank
 Raiffeisenlandesbank Oberosterreich Raiffeisenlandesbank Oberosterreich
 WGGZ Bank WGGZ Bank
 Zurcher Bank Zurcher Bank

JUN FINANS (June 8)

\$110 Alpha Bank
 BW Hypo Vereins Bank
 First Union National

National Bank of Greece
 Commercial Bank Greece
 National Bank of Abu Dhabi
 Standard Chartered Bank

Chang Hwa Commercial Bank(LIM)
 Gulf Bank
 Abu Dhabi Commercial Bank(M)
 Banca Monte dei Paschi di Siena
 Bank One
 Fortis Bank
 Landesbank Rheinland-Phalz
 Piraeus Bank
 UBAE Arab Italian Bank
 Union Bank of Israel
 UBAF
 Vseobecna Uverova Banka
 Banca Agricola Mantovana(P)
 Banca Popolare di Novara
 Banca di Roma
 Banco Popular Espanol
 Bank Hapoalim
 Bank Leumi
 Cariplo
 Ceskoslovenska Obchodni Banka
 Christiana Bank
 Israel Discount Bank
 MeritaNordbanken
 Swedbank
 Tunis Int'l Bank
 Unicredito Italiano
 Zurcher Kantonakbank

JUN DIŞ \$60 Dresdner Bank Luxembourg(FA)

1 Libor+80 bps

TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT MİO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

(June 20)

AMEX
 Hypo Vereins Bank
 Standard Chartered
 Bankgesellschaft Berlin
 BONY
 FUNBANK
 Banca Monte dei Paschi dei Siena
 Natexis Banque
 National Bank of Greece
 UBAE
 Zuercher cantonalbank
 Banca di Roma Istanbul
 Banca Nazionale dell'Agricoltura
 Firstar Bank
 KBC Bank
 Unicredito Italiano

JUL KOÇ
 (July 13)

\$220
 Alpha Bank
 AMEX
 Barclays Capital
 BoTM (joint books)
 Commercial Bank of Greece
 Commerzbank
 Credit Agricole Indosuez
 Dresdner Kleinwort Benson (c Banca di Roma)
 Natexis Banque (info memo)
 Nat. Bank of Greece Int.
 Dstandard Chartered (joint boo Bank Leumi
 BHF
 Landesbank Baden Wurttemberg
 Piraeus Bank
 Unibank
 Banca Agricola Mantovana
 Banca Nazionale dell'Agricoltura
 Industrial Development Development
 UBAE

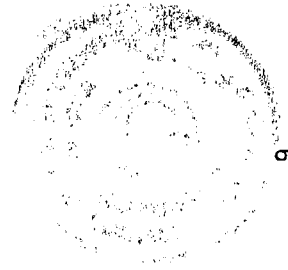
1
 Libor+55bps
 60bps for \$7.5mio
 55bps for \$5mio
 50bps for \$3mio
 47.5bps for 2 mio

TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER AMNT MIO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

Investec and National Bank of Abu Dhabi

BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE	Year
JUL KORFEZ (July 21)	\$100	Arab Banking Corporation Commerzbank (Agent) ING Barings KBC Bank Natexis Banque Standard Chartered	AMEX Arab Investment Company Citibank/SSSB FUBANK RZB Austria	Abu Dhabi Commercial(M) Bankgesellschaft Berlin Bayerische Landesbank GZB Bank Indover Bank Verins-und Westbank Banca MPS/Agricola Mantovana(P) Banca di Roma Banca Intesa (France) Bank Leumi le Israel Bank One Bank Rozwoju Eksports BG Bank DG bank Firstar Bank Hamburgische Landesbank Landesbank Baden Wuerttemberg UBAE UBAF Union Bank of Israel	Libor+75bps 55bps for \$3mio 50bps for \$2mio 45bps for \$1mio	
JUL YAPI (July 11)	\$450	Alpha Bank ING Barings BoNY BoTM Barclays Capital Hypo Vereins Bayerische Landesbank Citibank(SSSB) Credit Agricole Indosuez(Coordinator/Book runner) Fuji Bank Standard Chartered Bank Deutsche Bank Dresdner Kleinwort Benson First Union National Fuji Bank	Bank Hapoalim Co Bank Commercial Bank Greece Credit Lyonnais RZB	UBAE BRED Banque Populaire DBS Bank Fleet Bank Gulf Bank Merita Nordbanken National Bank of Abu Dhabi Royal Bank of Canada Toronto Dominion Banca Monte dei Paschi di Siena(CM) Bank of Ireland Raiffeisenlandesbank Oberosterreich Agricultural Bank of Greece AMEX Banca Nazionale del Lavoro	Libor+50bps 55bps for \$10mio 50bps for \$7.5mio 45bps for \$5mio 40bps for \$2.5mio	1



TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE Year
Natexis NBG Int'l Sanwa Bank Dai Ichi Kangyo Sumitomo(Doc & Fac Agent)				Banca di Napoli, Banco di Sicilia Banca Popular Espanol Bank Austria/Creditanstalt Bank Fur Arbeit und Wirtschaft Bank Leumi	
JUL GARANTI (July 6)	\$400	AMEX Arab Banking Corporation BONY Bank of Nova Scotia Citibank/SSSB RZB		Bank of Montreal(LM) Bank of Taiwan Banque Misr DBS Bank Kuwait Investment Company Landesbank Baden Wuerttemberg National Bank of Abu Dhabi National Bank of Kuwait National Commercial Bank Toronto Dominion Arab Int'l Bank(M) Baden Wuerttembergische Bank Banca Monte dei Paschi di Siena Bank Leumi Bank Austria/Creditanstalt Bank of Valetta Cahng Hwa Commercial Bank Gulf Bank Pireus Bank State Bank of India Vereins und West Bank	1 L+47.5bps 57.5bps for \$10mio
JUL HALKBANK	\$150	West LB arranged/bought - 5 years-1 year grace period E+390bps \$100 portion was signed on 21.7.00			
JUL HSBC	\$100				1 L+42.5bps
AUG FINANS (USCP/Aug 24)	\$85	Berliner			
AUG 18 (Aug 18)	\$500	ABC Group ABN Amro	Bank Hapoalim Erste Bank	National Bank of Abu Dhabi(LN 1) Banca di Roma	L+45bps 60 bps for USD 10 mio

BORROWER AMNT MIO **ARRANGERS** **CO-ARRANGERS** **PARTICIPANTS** **TERM PRICE**
 Year

Natexis Banque

Banca Commerciale Italiana
 Banca Nazionale del Lavoro
 BG Bank
 BHF Bank
 CSFB
 National Bank of Dhabi

SEP YAPI \$300
 (Sep 29)
 L+55bps

SEP TEKSTİL \$25 BONY
 (Sep 8)

Bangesselschaft Berlin
 DHB
 PineBank

1 L+100bps
 \$3m - 95bps CA
 \$2m - 90bps M
 \$1m - 85bps P

Banca Toscana
 Esbank
 Firstarbank
 First Commercial Bank
 Key Bank
 Leonia
 UBAE
 Union Bank of Israel
 Vereins-undWestbank

OCT DENİZ \$35 BONY
 (Oct 13)
 Hypo Vereins

Alpha Bank
 Demir Halk Bank
 Leonia Corporate Bank
 Standard Chartred

1 L+110bps
 90bps for USD 3mio
 85bps for USD 2mio
 80bps for USD 1mio

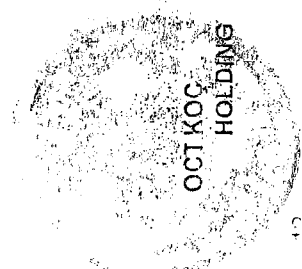
Isbank(LM)
 UBAE
 Union Bank of CA
 Amex
 Banca Monte dei Paschi di Siena
 Banque du Bosphore
 BBL Ireland
 Pinebank
 UBAF

OCT KOC HOLDING \$250 BoTM(JB)
 Barclays
 Citibank/ SSSB(JB)

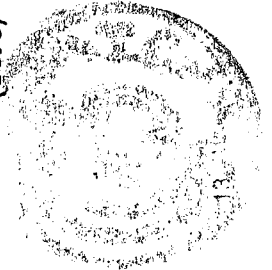
ABN Amro
 Bofa
 BONY

1 L+95bps
 90bps for US\$12.5mio
 70bps for US\$ 7.5mio

Morgan Guaranty Trust Compa
 Sakura
 CSFB



BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM PRICE
					Year
OCT FINANS (club loan)	\$50	Credit Agricole Credit Lyonnais Fuji Deutsche Bank ING Barings BONY CITIBANK AMEX ABC BANK OF MONTREAL COMMERCIAL BANK OF KUWAIT CESNA BANK/LUXEMBURG BRANCH NATIONAL BANK OF ABU DABI STANDARD CHARTERED VEREINS UND WEST BANK	BNP Paribas Rabobank RZB	Arab Investment Company(M) Banca di Roma	1 L +80bps
OCT OSMANLI	\$120	BoTM Barclays Citibank/SB Commerzbank CSFB DKB Dresdner Kleinwort Benson Natexis BNP Paribas Royal Bank of Scotland Royal Bank of Canada Standard Chartered Union Bank of Kuwait WGZ	Isbank National Bank of Greece		1 L +55bps
OCT TURK EXIM (Oct 3)	\$220	ABN Amro BCI BoTM Citibank/SSSB Istanbul Credit Lyonnais(Agent) Dai Ichi Kangyo ING Barings Sakura	National Bank of Greece	National Bank of Oman(LM) Agricultural Bank of Greece Arab Investment Company Banco BPI Hungarian Foreign Trade Bank Landesbank Schleswig-Holstein Meiorbanca Gallo Qatar National Bank	1 L +95bps 100 bps for USD 7.5mio 90bps from \$5m to \$7.5m 85bps from \$2.5m to \$4.99m 75bps from \$1m to \$2.4999m



BORROWER AMNT MIO
ARRANGERS
CO-ARRANGERS

Sanwa(Co-ordination)
 Standard Bank
 West LB

PARTICIPANTS
TERM PRICE
 Year

Sumitomo
 Landesbank Hessen-Thuringen(M)
 Banca Monte dei Paschi di Siena
 Emirates Bank Int'l
 Eximbank of the Rep. Of China
 Israel Discount Bank of NY
 Efibanca
 Disbank
 Zivnostenska Banca
 Finansbank(F)
 Interbank
 MNG Bank
 Natexis Banque
 Centrobanca
 Banca di Roma
 Ceska Sporitelna
 Chinatrust Commercial Bank
 The Economy Bank
 Keritbank
 Kocbank
 Korfezbank
 Oyakbank
 Pamukbank
 Tunis Int'l Bank
 TEB

Participation: 45bps
 Upfront fee: 65bps

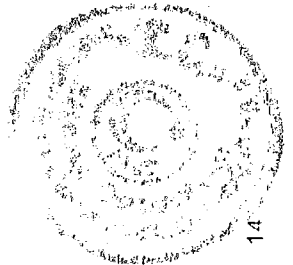
ABC(SLM)
 Banco Finantia
 Banca Monte dei Paschi di Siena
 Barclays Bank
 CSFB
 Dai Ichi Kangyo Bank
 FUNBANK
 GIB
 Royal bank of Canada
 BCI(M)
 Banco di Napoli
 Sumitomo
 Banco Bilbao Vizcaya Argenteria

DBS Bank(SCA)
 Chase Manhattan
 Sakura Bank

BofA

\$225

OCT GARANTI
(USCP)



BORROWER AMNT MIO **ARRANGERS** **CO-ARRANGERS** **PARTICIPANTS** **TERM PRICE**
Year

OCT AKBANK \$350 (Oct 12) Alpha Bank AMEX KBC Bank(LM) 1 L+50bps
 Banca Monte dei Paschi Bankgesellschaft Berlin BCI 55bps for USD 10mio CA
 BoTM Commercial Bank of Kuwait Banca di Roma 47.5bps for USD 5mio LM
 Barclays Commercial Int'l Bank of Egypt BBVA 42.5bps for USD 3mio M
 Hypo Vereins Gulf Bank Banco BPI 40bps for USD 2mio Co-M
 Citibank/SSSB National Bank of Greece Banca of Taiwan
 Dai Ichi Kangyo Co Bank
 Deutsche Bank Development bank of Singapore
 Dresdner Bank Fleet Bank
 Fuji Landesbank Rheinland -Phalz
 Funbank Royal Bank of Canada
 RBS/Nat West BRED(M)
 Sakura Banca Antoniana Popolare(CM)
 Standard Chartered Banque Misr
 BRE Bank
 Credit Lyonnais
 Firstar Bank
 Israel Discount Bank of NY
 National Bank of Abu Dhabi
 UBAE,
 Christiana Bank

NOV ALTERNATIF \$35 Bayerische Hypo-und Vereins Standard Chartered Bank BONY(LM)
 Citibank AMEX(M)
 National Bank of Oman
 National Bank of Egypt Int'l
 PinaBank
 UBAE
 Vereins-und Westbank
 Abu Dhabi Commercial Bank
 BBL Ireland
 Banca Monte dei Paschi di Siena



BORROWER	AMNT MIO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM Year	PRICE
NOV DEMIRBANK (Nov 22)	\$140	AMEX BONY BOTM Hypo Vereinsbank Dai Ichi Kangyo NBG		UBAF Bank of Montreal(LM) Commercial Int'l Bank Funbank KBC Bank National Bank of Abu Dhabi Royal Bank of Canada Sumitomo Bank ABSA Bank(M) Banco BPI Bank Hapoalim Bank Leumi Commercial Bank of Greece Landesbank Schleuswig-Holstein Girozentrale Banca Monte dei Paschi di Siena Pinabank RZB Banca di Roma(P) Banca Popolare di Bergamo Bre Bank Emirates Bank Israel Discount Bank of New York LBW Vereins-und West Bank CSFB Indover Bank Industrial Development Bank of Israel UBAF	1	L+70bps 80 bps for US\$5mio 75bps for US\$3mio 72.5bps for US\$2mio.
DEC KORFEZ (1.12.00)	\$100	BONY Barclays DKB Hypo Vereins Bank Sanwa(JBR)	BoTM	AMEX(LM) Royal Bank of Canada Sanwa Banco BPI(M) DG Bank	1	L+0.70bps

BORROWER AMNT ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE

Standard Bank(JBR)

Erste Bank
Baden Wuerttembergische(CM)
RZB
Standard Chartered
WGZ
Zuercher Kantonalbank
Monte dei Paschi di Siena(P)
BRE Bank
Ceskoslovenska Obchodni Banka
Firstar Bank
Fortis
LB Kiel
Nona Ljubljanska
Pine Bank
Swedbank

DEC KOÇBANK \$300mio West LB
(securitisation)

5

DEC KOÇ

\$220
BoTM
Barclays
Credit Lyonnais
DKB
Fuji
Hypo Vereinsbank
West LB
Sanwa
AMEX
Banca Monte dei Paschi di Siena
FuNB
GIB
RBS
Standard Chartered
BCI(LM)
BNP Paribas
KBC
National Bank of Egypt Int'l
Royal Bank of Canada
Sumitomo
BW Bank(M)
BNL
Arab Investment Company(P)
Banco BPI
BRED
Banque Populaire
CSFB
Firstar Bank
Leonia
RZB
Vereins-und Westbank

1

L+50bps

60 bps for US\$7.5-\$10mio

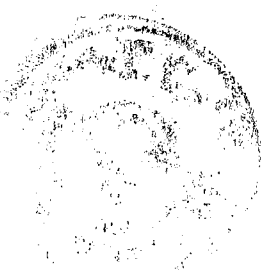
BORROWER AMNT MIO ARRANGERS CO-ARRANGERS PARTICIPANTS TERM PRICE Year

DEC PAMUK \$100 BONY Hypo Vereins Bank Commerzbank Standard Chartered AMEX Bank of Nova Scotia Cobank Furb GIB RBS Alahli Bank of Kuwait BW Chang Hyva Commercial Bank Commercial Bank of Greece Fleet National Bank Bank Leumi le Israei(M) Bank of Montreal Chinatrust Commercial Bank Emirates Bank Int'l Firstar Bank BCI(P) Banca Monte dei Paschi di Siena Banca Toscana BRE bank Christiana Bank Indover Bank Jyske Bank Leonia RZB Tunis Int'l Bank UBAE

DEC DENIZ \$35 BONY Bay.Hypo Vereinsbank Alpha Bank Leonia Corporate Bank Demir-Halk Bank standard Chartered Bnak AMEX BNP Paribas(SLM) BONY RBS BHF(M) Cobank Kocbank

DEC VAKIF \$75 BCI Citibank/SSSB Credit Lyonnais Natexis AMEX 1 L+85bps 70bps for US\$7.5mio 60bps for US\$5mio 50bps for US\$2.5mio 40 bps for US\$2.5mio

BNP Paribas(SLM)
BONY
RBS
BHF(M)
Cobank
Kocbank



2000 YILI- URTDIŞINDAN KULLANILAN SENDİKASYON KREDİLERİ (TÜRKİYE)

TURKISH SYNDICATIONS 2000

BORROWER	AMNT MİO	ARRANGERS	CO-ARRANGERS	PARTICIPANTS	TERM	PRICE
DEC İŞ	\$275	Alpha Bank BCI(DA) Banca Monte dei Paschi di Siena BONY BoTM Barclays Hypo Vereins Bank Citibank/SSSB Commerzbank Dai Ichi Kangyo Dresdner Fuji(JBR) ING/BBL/BHF Group RBC RBS Sanwa(JBR) Standard Chartered(JBR) Sumitomo		Banco Espirito Santo(M) Bankgesellschaft Berlin Fortis Bank Zurcher Kantonal bank(P)	1 Year	L+45bps 55bps for US\$10mio

CONTENTS	Sayfa No
TABLES.....	vi
GRAPHICS.....	vii
ABBREVIATIONS.....	viii

INTRODUCTION.....	1
--------------------------	----------

I. FINANCIAL MARKETS, GLOBAL FINANCIAL MARKETS AND SYNDICATED LOANS:

CONCEPTUAL APPROACH.....	3
---------------------------------	----------

1. BASIC CHARACTERISTICS OF THE FINANCIAL MARKETS	3
--	----------

1.1. DEFINITIONS OF FINANCIAL MARKETS.....	4
---	----------

1.1.1. Financial Markets: According to Terms.....	4
--	----------

1.1.1.1. Money Markets	4
-------------------------------------	----------

1.1.1.2. Capital Markets	4
---------------------------------------	----------

1.1.1.3. Credit Markets	4
--------------------------------------	----------

1.1.2. Financial Markets: According to the Transaction Type.....	4
---	----------

1.1.2.1. Primary Market	4
--------------------------------------	----------

1.1.2.2. Secondary Market	4
--	----------

1.1.2.3. Others.....	5
-----------------------------	----------

1.2. FINANCIAL INSTITUTIONS.....	5
---	----------

1.3. FINANCIAL INSTRUMENTS.....	7
--	----------

1.3.1. Money Market Instruments	7
--	----------

1.3.1.1. Treasury Bills.....	7
-------------------------------------	----------

1.3.1.2. Negotiable Certificate of Deposits	7
--	----------

1.3.1.3. Commercial Paper.....	7
---------------------------------------	----------

1.3.1.4. Repurchase Agreement.....	7
---	----------

1.3.1.5. Bankers Acceptances	7
---	----------

1.3.1.6. Bank Bonds.....	8
---------------------------------	----------

1.3.1.7. Eurodollar	8
----------------------------------	----------

1.3.1.8. Asset Backed Securities	8
---	----------

1.3.1.9. Cheques and Bills	8
---	----------

1.3.1.10. Credit Cards.....	8
------------------------------------	----------

1.3.1.11. EffEffective Foreign Exchange & Gold Markets	9
---	----------

1.3.2. Capital Markets Instruments.....	9
--	----------

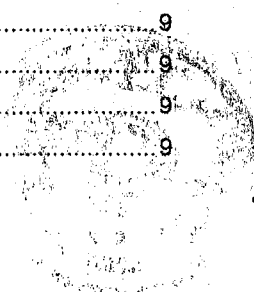
1.3.2.1. Borrowing Instruments.....	9
--	----------

1.3.2.1.1. Secured Borrowing.....	9
--	----------

1.3.2.1.1.1. Private Placements.....	9
---	----------

1.3.2.1.1.2. Corporate Bonds and Underwriters	9
--	----------

1.3.2.1.1.3. Government Bond	9
---	----------



1.3.2.1.1.4. Bank Guaranteed Bills	10
1.3.2.1.1.5. Participation Certificate	10
1.3.2.1.1.6. Eurobonds.....	10
1.3.2.1.2. Unsecured Borrowings	10
1.3.2.1.2.1. Mortgage Bonds	10
1.3.2.1.2.2. Commercial Mortgage.....	10
1.3.2.1.2.3. Leasing Contracts.....	10
1.3.2.1.2.4. Stocks.....	11
2. INTERNATIONALIZATION AND INTEGRATION OF THE FINANCIAL MARKETS AND GLOBAL FINANCIAL MARKETS	11
2.1. INTERNATIONALIZATION OF THE FINANCIAL MARKETS	11
2.1.1. Globalization	14
2.1.2. Regionalization.....	14
2.1.3. Globalization of the Financial Markets	15
2.2. INTEGRATION OF THE FINANCIAL MARKETS	17
2.2.1. Liberalisation	19
2.2.2. Deregulation.....	20
2.2.3. Reregulation.....	20
2.2.4. Auditing and Supervising in The International Financial Markets.....	21
2.3. GLOBAL FINANCIAL MARKETS	23
2.3.1. Industrialized (Developed) Markets	24
2.3.2. Regional Markets.....	25
2.3.3. Emerging Markets	25
2.3.4. International Financial Markets.....	25
2.3.4.1. Euromoney Markets	26
2.3.4.2. Eurobond Markets.....	26
2.3.5. Consequences of Globalization: Innovations in Financial Markets	27
3. CONCEPTUAL FRAMEWORK OF THE SYNDICATED LOANS.....	31
3.1. FINANCIAL SOURCES ENABLED THROUGH INTERNATIONAL MARKETS:.....	31
3.1.1. Certificate of Deposits.....	32
3.1.2. Eurpbonds and Commercial Papers	33
3.1.3. Securitization.....	33
3.1.4. Bond Issue	34
3.2. SYNDICATED LOANS.....	35
3.2.1. Definition	35
3.2.2. Reasons of Being One of the Main Financial Funding Resources	35
3.2.3. Historical Evolution of the Syndicated Loans	36
3.2.4. Basic Syndicated Loan Markets	38
3.2.5. Participants of the Syndicated Loan and Their Roles.....	39
3.2.5.1. Lead Managers/Arrangers	40
3.2.5.2. Underwriters	41
3.2.5.3. Managers.....	41
3.2.5.4. Co-Managers	41

3.2.5.5.	Participants.....	41
3.2.5.6.	Agent.....	41
3.2.6.	Basic Characteristics of the Syndicated Loans.....	41
3.2.6.1.	Amount.....	42
3.2.6.2.	Maturity.....	42
3.2.6.3.	Variable Interest Rate.....	42
3.2.6.4.	Base Interest Rate.....	43
3.2.6.5.	Varieties of the Responsibilities.....	43
3.2.6.6.	Documentation.....	43
3.2.6.7.	Disclosure.....	44
3.3.	PROCESS OF SYNDICATED LOANS UTILIZATION.....	44
3.3.1.	Reasons of Proposals.....	44
3.3.2.	Types of Proposals.....	44
3.3.2.1.	Indicative Bids.....	44
3.3.2.2.	Best Effort Bids.....	45
3.3.2.3.	Underwriting Bids.....	45
3.3.2.4.	Important Aspects in Proposals.....	45
3.3.3.	Proposal to the Borrower.....	46
3.3.4.	Examination of the Proposal and Authorization of the Bank.....	46
3.3.5.	Forming the Group of Arrangers.....	47
3.3.6.	Information Memorandum and Preparing The Documentation.....	47
3.3.7.	Invitation to Syndicated.....	48
3.3.8.	Signing the Credit Agreement.....	48
3.3.9.	Road-show of the Syndicated Loan in the International Markets.....	49
3.3.10.	Credit Utilization Process.....	49
3.3.11.	Importance of Syndicated Loan Contract.....	49
3.3.12.	Basic Clauses of The Syndicated Credit Agreement.....	50
3.3.13.	Important Conditions Following the Credit Utilization.....	53
3.4.	SYNDICATED LOANS: OVERALL EVALUATION.....	54
3.4.1.	Advantages of Syndicated Loans for Both Creditor and Borrower.....	54
3.4.2.	Attractive Aspects of Syndicated Loans, Factors of Risk and Success.....	55
3.4.3.	Differences of Syndicated Loans from Loan Sales and IFC.....	58
3.4.4.	Comparison of International Syndicated Loans and Bond Markets.....	59
3.4.5.	Essentials of Syndicated Loans Markets.....	60

II. EVALUATION AND COMPARISON OF THE INDUSTRIALIZED AND DEVELOPING COUNTRIES ON THE BASIS OF INTERNATIONAL FINANCIAL AND SYNDICATED LOANS MARKETS : EXAMPLE OF JAPAN..... 62

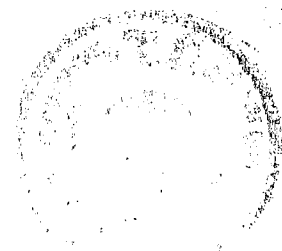
1.	DEVELOPMENT PROCESS OF THE INDUSTRIALIZED COUNTRIES AND EXAMINATION OF THEIR LONG TERM BORROWING: JAPAN.....	62
1.1.	GENERAL OUTLOOK OF THE WORLD ECONOMY IN THE LAST 20 YEARS.....	62

1.1.1.	The Strategies and The View of Financial Liberalization of The Industrialized Countries During The Development Process	64
1.1.2.	Development Process of The Financial Systems of The Industrialized Countries in the World Economy	65
1.1.3.	The Need and The Reasons for Foreign Borrowing of The Industrialized Countries	66
1.2.	FINANCIAL STRATEGIES OF JAPAN PROCESS AS AN INDUSTRIALIZED COUNTRY DURING THE DEVELOPMENT PROCESS	67
1.2.1.	General Outlook of the Economy.....	67
1.2.2.	Japan's Funding Need and Strategy.....	69
2.	EXAMINING OF DEVELOPING COUNTRIES AND THEIR FUNDING SOURCES IN INTERNATIONAL MONEY MARKETS.....	72
2.1.	GENERAL APPROACH TO DEVELOPING COUNTRIES	72
2.1.1.	General Characteristics Of Developing Countries	72
2.1.2.	Developing Countries' Approaches to the Internationalization of the Finance and Financial Integration	74
2.2.	FOREIGN BORROWING OF THE DEVELOPING COUNTRIES	77
2.2.1.	The Reasons of the Need of Foreign Borrowing for the Developing Countries.....	77
2.2.2.	Funding Needs and Foreign Funding Sources of the Developing Countries	78
2.2.3.	Long Term Foreign Borrowing and Debt Financing	80
3.	THE EVALUATION OF THE SYNDICATED LOANS AS A FUNDING INSTRUMENT IN THE WORLD ECONOMY AND INTERNATIONAL SYNDICATED LOANS MARKET.....	82
3.1.	THE EVALUATION OF SYNDICATED LOANS FOR BOTH INDUSTRIALIZED AND DEVELOPING COUNTRIES	82
3.1.1.	Importance of the Risks of the Syndicated Loans Utilized by Developing Countries and Risk Premiums	84
3.2.	INTERNATIONAL SYNDICATED LOAN MARKETS AND THEIR PERFORMANCE IN RECENT PAST.....	86
3.2.1.	1980s.....	87
3.2.2.	1990s.....	87
3.2.3.	2000 - So Far.....	90
3.2.4.	Innovations in International Syndicated Loan Market	96

III. INTEGRATION OF TURKEY TO THE GLOBAL FINANCIAL MARKETS AND THE SYNDICATED LOANS IN TURKISH MONEY MARKETS 98

1.	GENERAL OUTLOOK OF THE TURKISH ECONOMY.....	98
1.1.	LIBERALISATION IN TURKEY, 1980-2001.....	100
1.2.	FINANCIAL MARKETS.....	106
1.2.1.	Money Market.....	106
1.2.2.	Foreign Exchange Market.....	107
1.2.3.	Bond Market.....	108
1.2.4.	Stock Exchange Market.....	109
1.3.	FOREIGN BORROWING.....	110
1.3.1.	The Evaluation of Turkish Foreign Borrowing from Past to Today	110

1.3.2. Difficulties in Turkey's Long Term Borrowing and Source Utilisation	112
1.3.3. Reasons of the Increase in Turkish Foreign Debt and Debt Financing	115
1.3.4. General Profile of the Foreign Borrowing in Turkey	116
1.3.5. Turkey's Legal Framework Related to the Syndicated Loan Utilisation	120
1.4. TURKEY'S SYNDICATED LOAN UTILIZATION AND PLACE IN INTERNATIONAL SYNDICATED LOANS MARKETS	121
1.4.1. Turkey's Activity in Syndicated Loan Markets.....	121
1.4.2. Syndicated Loan Utilisations of Turkey in Near Past	123
1.4.3. General Outlook for Year 2001.....	130
RESULT.....	133
BIBLIOGRAPHY	141
ADDITIONS	150



SUMMARY

It is a fact that, besides their geographical locations and physical conditions, economies of the countries constitute the basis of the targeted level of life standards and the prosperity. Economy means work, investment, labor force, industry, trade etc. and on the basis of all of these concepts no doubt there is a big need of capital all over the world. This need causes the capital to be unlimited and unrestricted which meant being internationalized. Compared to the labor, capital shifts much more freely all around the world. This brings us the concept of globalisation followed by the international finance together with itself.

There has been vigorous discussions on globalisation, resulting in the dilemma in the minds. While some stresses that globalisation is a way that takes the poor countries to prosperity, the other, who disagrees, thinks that globalisation makes the rich richer while making the poor poorer and more dependent on to the industrialized countries at the same time. When the last 25 years has been revised, it is seen that Singapore, Taiwan, Korea, Chile and some other similar countries relying on the concept of being a part of the global economy, which takes prosperity and richness along with itself day by day, have had an increasing export and stronger economical strategy. On the contrary, it is also believed that the programmes handled and carried out by IMF and Worldbank in Africa, have been accepted very unsuccessful and far away from reality, the reason is that most of these countries in this continent are still having bad and unhealthy physical conditions and struggling in the extreme limits of the very poor economies.

Globalisation takes the advantage of the opportunities such as free markets, free trade, private capital inflows, new technologies etc. in the shape of liberalization and reform in regulations. In other words, increasing free trade, liberalization, deregulations, reregulations, international capital flows, financial integration, movement towards an unique market, increasing importance of private banking compared to the investment banking, and the institutional investors can be accepted as some of the applications and concepts that gain importance following the globalisation.

It is highly believed that when globalisation and internationalization are the matter of concern, the reflected image of the industrialized countries in the international arena

is different from as they are in reality. That is, although these countries have sometimes completely the opposite approach, actually they are not willing to decrease the government control over their economies and do not take serious steps towards deregulation resulting in innovation. The reason is that they interpret internationalization, deregulation and liberalization as the concepts that causes to be weak and widely open to many risks. There is no doubt that by the help of liberalization, government interference over the markets has begun to lose ground. Enterance of the new domestic and foreign financial institutions into the domestic markets has been set free and naturally foreign exchange rates has begun to be determined by the free market conditions.

Over the last 20 years there has been too many important distressing periods in the world economy. 1980s have been known by the foreign debt crisis in developing countries, first half of the 1990s has been known by the debt crisis in industrialized countries and the second half of the 1990s has been known by the global crisis including both developing and industrialized countries. Since developing countries are more sensitive to the financial volatility then other countries, during such periods they are the worst affected ones, compared to the others. There is no doubt that foreign borrowing is one of the most important concepts in developing countries' funding. For this reason such crises and volatility cause serious results in the financial structure of the developing countries in the international financial arena.

When the long term funding is the matter of concern, first capital markets, then the equity and self-financing are the first concepts that are recalled. In addition to this bond issuing and the long term bank loans are some of the other non-operating long term borrowing instruments. Long term loans has been the most important external funding instrument both for industrialized and developing countries, especially for the latter one. However aims and targets of the utilization of such credits by these countries differ from one to other.

Whenever the bank loans, foreign and long term borrowing are concerned, syndicated loans has been the most active and preferred one for funding in international financial markets. Utilization of syndicated loans have decreased from time to time as a result of an increase in the preference of bond issue and new financial instruments for external funding. Syndicated loans has been very prestigious for both the borrower and the creditors. Even the renewal of such loans has much more prestigious impact on the market. The reason is that very detailed

and trustworthy analysis takes place during the long utilization process. The borrower is analysed fundamentally, technically and economically on an extensive scale.

Moreover, syndicated loans has too many advantages for both borrower and creditors. On creditor's side, since there has been too many underwriters, this enables small pieces of allocation of risk for each and on the borrower's side, it becomes possible for the borrower to utilize a big amount of loan which can not be released by only one bank at once. In addition to this, creditor banks have a chance to reach the countries far away on the other side of the world and broaden their customer portfolios without taking too much risk. Besides they have a chance to be known in the international financial markets with a successful and prestigious syndicated loan transaction.

There is no doubt that the adequacy, quality, correctness and efficiency of the data and information related to the borrower is the key component in the cost and pricing of such loan and enables good results. When this subject is handled on the international platform, country and the political risks are the most dangerous risks for the borrower which are followed by the liquidity risk. In this context it will be useful to mention that big companies bear political risk while the small ones having liquidity risk.

From the developing countries' side, inadequacy in national savings is one of the biggest obstacles in front of the vigorous and constant economical growing. Instead of domestic ones, preference of the foreign funding sources which have suitable and profitable circumstances are also very common in industrialized countries. However, exchange rate differences and high interest rates of this loans are accepted as some of the risks that cause an increase in budget deficit of the developing countries. In this situation, for developing countries, there appears a need for the repayment of the debt by another debt called debt financing. The reason is that since the financial circumstances of such countries are not so strong and they do not have a chance to finance themselves by direct foreign investments and through international bond markets, loan utilization seems to be the only solution for funding. Moreover if macroeconomic actions and structural steps are not taken, this gradually becomes a vicious circle.

Foreign funding is identified with long term borrowing especially with loans of development. It is also very important to transfer these loans to the productive areas which enables added value for the country. On the other hand, debt financing causes short term borrowing resulting in liquidity squeeze. While the governments of the developing countries try to solve the liquidity problem, they, unfortunately, overlook the long term financing and borrowing. As a result of this, structural and strategic solutions can not be produced. However it is crystal clear that for the long term prosperity and permanent financial solutions, there has to be structural and macroeconomic applications including long term borrowing and its transfer to the permanent, profitable, productive investments and industries.

The basic characteristics of the syndicated loans which are given to the developing countries can be explained as high pricing and short terms. The reason is that, these countries are having weak financial conditions which is very suitable for the financial crisis. As a result of these risks international banks had big losses in emerging markets towards the end of 1990s.

Contrary to the steady increase in the syndicated loan utilization of the industrialized countries, there has been a big volatility in developing countries performances. The basic reason for this is that when a financial crisis takes place in a developing country its negative effects along with itself quickly spreads to the other developing countries. On the other hand, since the funding of the developing countries is mostly based on borrowing and especially on loans, they keep on being the most important and suitable markets for the syndicated loans creditors.

Among the industrialized countries Japan has an very important place with all its economy, technology, industry etc. It is known that after the World War II. Japan economy has been in a very bad condition and had moved about 30 years back. However the credit management of this country had been handled appropriately and the segmentation of the loans to the needed sectors were done very successfully. From those years on, Japan economy has drawn a very steady and trustworthy outlook in the world by reaching to the yearly average growing rate of %9.3 after 20 years. On the basis of this success, there lays the quality and the amount of the investments together with a reliable economic programme which is carried out by the government.

During this period the serious utilization of the foreign loans took place in the shape of syndicated loans. All of the long term credits enabled from international markets were directly transmitted to the fixed assets, investments, industry and important projects. In addition to this, domestic loans were used in solving daily liquidity problems. This period can also be named as a very serious liberalisation process of the country. Moreover compared to the big companies the small scaled companies had been given more chance to have bigger share from this pie.

In the light of these information, when Turkey is analysed it is possible to say that 1980s and 1990s have been very famous with liberalisation, deregulations and reregulations which have naturally took place and followed by each other. Also Turkish financial markets have met with new financial institutions, instruments and rules during this period. However, it will be useful to stress here that inspite of the big efforts made, Turkey still could not fulfill its integration with the international financial markets completely. One of the reasons for this is that Turkey had serious problems facing with resembling financial crisis in about every 5-6 years and as a result could not find a way to overcome. Besides this fact, public deficits, low income and saving levels, increase in consuming have been still causing high interest rates and inflation.

It must not be forgotten that some of the aims behind the integration of the international financial markets are to enable economical stability, progressive increase in savings and increase in growing. In this aspect, contrary to Japan, the result in Turkey and most of the developing countries is to carry out wrong policies related to the long term economical stability and to be deeply bounded to the short term capital flows. As a result of this there appears financial unstability which is replaced by a financial crisis.

In countries which has high inflation, high interest rates and high foreign exchange rate volatility such as Turkey, unfortunately it has been very difficult to talk about long term borrowing. Moreover, following these factors, dissolution and the insufficiency of the investments in the economies, and concerning the firms high dependency on self-financing are some of the results that are encountered.

Contrary to the applied programmes in Japan, another subject that is problematic for Turkey because of the high real interest rates is , lending to the government and transferring the foreign funds to the money markets rather than transferring them to the

real sector and investments. Naturally, it is not so difficult to imagine that as a result of the speculative arbitrage opportunities, the link between the financial and real sectors has been seriously damaged.

On the other hand there is another factor that Turkey comes across with some difficulties in long term borrowing through international syndicated loan markets. For this reason although the long term one is expected and targeted, only short term and midterm borrowings becomes available for Turkey. From another point of view, it should be stressed that since these loans are of cheap types of foreign funding, Turkey has been one of the most active players in the syndicated loan markets among the developing countries. Related to the syndicated loan utilization, it can be mentioned that Turkey has a very stable outlook in the international financial markets. In spite of the policies such as debt financing, which cause an increase in outstanding debt, Turkey has been accepted very careful in debt repayment and very successful in the international markets. When Turkey's general borrowing outlook is taken into consideration, it is seen that syndicated loans has been utilized especially by the private banks.

Exchange rate difference is one of the most important aspects that causes an increase in Turkey's foreign debt portfolio. Besides, as a result of the crowding-out effect, private sector can not issue any financial instrument and government keeps on its position and superiority in the market as a primary borrower. In Turkey the basic reason for this can be explained as a tight dependency of capital markets to the money markets.

It does not matter whether it is an industrialized or a developing country, syndicated loans have been one of the most important financial instruments for all of them all over the world. With its geopolitical importance, young and dynamic population, consumer potentiality, desire for progress in technology, banking and finance, Turkey has been very attractive for the international investors which has excess fund and wants to invest internationally. On the other hand, financial instability and vulnerable real sector, causes Turkey to carry on a risky position in the international financial markets. In this connection it can be said that syndicated loans have been very important for Turkey as a short or midterm financial savior but long term.

In the light of all above mentioned aspects, it is possible to mention that the importance of the syndicated loans for Turkey has been confirmed one more time.

From now on, under the hypothesis that Turkey will continue to carry on a policy which is stable by means of economy and politics and oriented towards investment and production, the importance and necessity of the syndicated loans, as an advantageous and prestigious financial source, takes the attentions to the development process of the countries and should be properly and carefully transferred to the production and investments.

