

52503

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE
TÜRKİYE: 1980 SONRASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

52503

Tez Danışmanı

Prof. Dr. M. Tuba ONGUN

Hazırlayan

Seyhan TAŞ

Ankara-1996

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Seyhan Taş'a ait Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye: 1980

Sonrası adlı çalışma, jürimiz tarafından Uluslararası İktisat Anabilim
Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

(İmza)

Başkan

Akademik Ünvanı, Adı, Soyadı

(İmza)

Üye

Akademik Ünvanı, Adı, Soyadı

(İmza)

Üye

Akademik Ünvanı, Adı, Soyadı

ÖZET

Çalışmamız, başlangıcında bugüne Europiyasaların tanımı, doğuşu ve gelişiminin incelenmesi, ortaya çıkan araç ve tekniklerinin kullanılması ve bu kulanımdan elde edilebilecek yararların irdelenmesiyle başlamaktadır.

Ülkemizin borçlanması 1980'e kadar, OECD Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu aracılığıyla sağladığı geleneksel kaynaklar ağırlık taşıırken, bu dönemden sonra finansal liberalizasyon, deregülasyon ve küreselleşmeyle iyice gelişen UFP'dan yararlanma imkanı doğmuş ve bu etkinlik Körfez Krizi ve 1994 Ocak'ına kadar artarak devam etmiştir. 1995 yılında, istikrar önlemlerinin sıkı bir disiplin içinde olmasa da uygulanmasıyla nispi bir iyileşme gösteren borçluluk göstergeleri yardımı ile borçlanma yeniden başlamıştır.

Yalnızca, işlem hacminde artış olarak yeni araçlar ve tekniklerin kullanımı açısından da önemli gelişmeler kaydeden UFP'dan borçlanmamızın gelişimi, yapısı ve toplam borçlanmamız içindeki durumu ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, kaynak sağlamada içborçların yeri ve önemine değinildikten sonra bir dış borç türü olan sendikasyon kredilerinin iç borçlanma faiz ve tutarları üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Öte yandan yerel yönetimlerin bu piyasalara yönelmelerine örnek olarak gösterilen Ankara Büyük Şehir Belediyesi'nin borçlanması, başlangıçta finansman sağlamak açısından alternatif olarak görülmüş, ancak borçlanmada gelir-gider dengesi iyi gözetilmediği ve kur ve faiz riskleri yapılan swaplarla yeterince giderilmediği için ortaya çıkan ödeme güçlüğü sonucu bu borçlar Hazine'ye devredilmiştir.

Kredi itibarına dayanan, piyasalardan borçlanma, belirtilen dönemde genel bir artış eğilimi göstermiş, tahvil ve sendikasyon kredileriyle sağlanan kaynaklar önemli paya sahip olmuştur. Başlangıçta ödemeler bilançosu açıklarını finanse etmeye yönelik alternatif bir kaynak olan Uluslararası Finansal Piyasalar, taşıdığı maliyet avantajı ve faiz ve kur riskine karşı sağladığı koruma ile önemi giderek artarken, ülkemiz borçlanmasında etkin bir şekilde kullanılamamıştır. Ancak bu olumsuzluk daha çok

Türkiye'nin ekonomik yapısı ve uyguladığı politikalarla ilgilidir. Makroekonomik politikalarda sağlanacak başarı ve gelir-gider dengesi gözetilerek yürütülen dış finansman sağlamadaki etkinlik, kredi itibarını Uluslararası Finansal Piyasalar'da sürekli kaynak sağlamak için gerekli düzeylerde tutulmasını sağlayacaktır.



ABSTRACT

Our study starts with investigation of the definition, birth and development of the Euromarkets and research of the new instruments and techniques which emerged from the very beginning.

While, up to 1980's, conventional sources provided by the OECD Consortium of Financial aid to Türkiye had the important weight among other sources, after this period due to the financial liberalization, deregulation and globalization, the chance of utilization of International Financial Markets came into existence and this activity lasted increasingly until the Gulf Crisis and 1994 January. In 1995, with the relative improvement in the debtness indicators as a result of implication but not in discipline, our loans from the markets restated.

Our borrowing from the markets which had reached significant proceedings in terms of new instruments and the techniques not only increments in the volume in our total debtness were tried to bring up. In this context, after mentioning the share and the importance of the internal debt in our total financing, it was inspected that whether the syndicated loans as a kind of external finance have effects on the internal debt stock and the interest rates (auction rates). On the other hand, borrowing of Ankara Greater City Municipality which shown as an example from the point of view of entrance into the markets, at the first stages seen as a new alternative, however due to the reasons that the balance between income and spendings were regarded hardly and the risks of the interest and exchange rates weren't removed sufficiently, it was resulted as the difficulty in payment and taken over by the Treasury.

Borrowing from the markets requiring credibility, had shown a rising trend during the period mentioned and funds from the bond issues and the syndicated loans had considerable rates. International Financial Markets, it was used inefficiently in our country's borrowing, although it was an alternatif way of financing balance of payments gaps previously. It gets importance due to its advantage and the protection

against risks. Inefficiency in financing is related to our economic structure and policies implicated.

Accomplishment in the macroeconomic policies and the efficiency in obtaining external finance with the balance between income and expenditures will provide us to keep the credibility at the level to proceed the finance from International Financial Markets.



İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1
-------------------	----------

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR

1. ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARA GENEL BİR BAKIŞ.....	4
---	----------

1.1. ULUSLARARASI PARA PİYASALARI

1.1.1. Tanımı	8
1.1.2. Europara Piyasası'nın Kapsamı	10
1.1.2.1. Europara Piyasası'nın Doğuşu	11
1.1.2.2. Europara Piyasası'nın Gelişimi	12
1.1.3. Europara Piyasası'nın Yapısı ve İşleyişi	15
1.1.4. Piyasada Müşteriler ve Eurofonların Kullanılması	16
1.1.5. Europara Piyasası'nda Mevduat Yaratılması	18
1.1.5.1. Eurodolar Kredilerinin (Eurokrediler) Yaratılması	21
1.1.5.2. Eurokredilerin Gerçekleşmesi	21
1.1.6. Europara Piyasası'nda Mali Kuruluşlar	23
1.1.6.1. Muhabir Bankacılık Merkezleri	25
1.1.6.2. Muhabir Merkezler Dışındaki İşlemler	26
1.1.7. Europara Merkezleri	27
1.1.7.1. Avrupa	30
1.1.7.2. Ortadoğu	30
1.1.7.3. Uzakdoğu ve Asya Dolar Piyasası	31
1.1.7.4. Orta Amerika	32
1.1.8. Bankalararası Piyasa	33
1.1.9. Europara Piyasasının Uluslararası Para Sistemi Üzerindeki Etkileri	34
1.1.9.1. Olumlu Etkiler	34
1.1.9.2. Olumsuz Etkiler	35

1.2. EURONOTE PİYASASI ARAÇLARI	36
--	-----------

1.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER'İN BORÇLANABİLME KOŞULLARI	37
--	-----------

1.3.1. Europara Piyasaları'nda GOÜ'nün Yeri	39
---	----

1.3.2. Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Eurokredilerin Gerçekleşmesindeki Etkisi	:41
1.4. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI	42
1.4.1. Eurotahvil Piyasaları	43
1.4.2. Yabancı Tahvil Piyasası	44
1.4.3. Eurotahvil Piyasası'nın Doğuşu ve Gelişimi	45
1.4.4. Eurotahvillerde Kullanılan Paralar	48
1.4.5. Eurotahvil İkincil Piyasası	52
1.4.6. Eurotahvil Piyasasının Yapısı ve İşleyişi	52
1.4.7. Eurotahvil Piyasasında Fon Kaynakları ve Borç Sağlayanlar	54
1.4.7.1. Eurotahvil Piyasasında Fon Kaynakları	54
1.4.7.2. Eurotahvil Piyasalarından Borç Fon Sağlayanlar	55
1.4.8. Eurotahvil Piyasasında Tahvil İhracı	55
1.4.8.1. İhraç İşleminin Gerçekleştirilmesi	57
1.4.8.2. Eurotahvil Geri Ödemeleri	57
1.5. SENDİKASYON (KONSORSİYUM) KREDİLERİ	57
1.5.1. Piyasa Yapısı	58
1.5.2. Kredi Çeşitleri:	59
1.6. KREDİ DEĞERLİLİĞİ (CREDIT WORTHINESS) VE KREDİ DEĞERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİ	60
1.7. DİĞER PİYASALAR	62
1.7.1. Eurohisse Senedi Piyasaları	62
1.7.2. Ticari Senet Piyasaları	63
1.7.3. Uluslararası Likidite ve 1980 Sonrası Euro-Piyasalar	63

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI PİYASALARDA KULLANILAN FİNANSMAN TEKNİK VE ARAÇLARI

BİRİNCİ KISIM

FİNANSMAN TEKNİKLERİ

2.1. SWAP	66
2.1.1. TANIM VE NİTELİK	66
2.1.2. Swap Piyasalarının İşleyişi	68
2.1.3. Piyasa Gelişimi	69
2.1.4. Swap İşlemlerinde Taraflar	70
2.1.5. Türleri Açısından Swap İşlemleri	72
2.1.5.1. Döviz Swapları	72
2.1.5.2. Faiz Swapı.....	74
2.2. OPSİYONLAR	76
2.2.1. Tanımı ve Nitelikleri	76
2.2.2. Döviz Opsiyonları	78
2.2.2.1. Borsa Opsiyonları	78
2.2.2.2. Borsa Dışı Döviz Opsiyonları	81
2.2.3. Gelecek Opsiyonları (Futures Options)	81
2.2.4. Faiz Opsiyonları	82
2.2.5. Opsiyonlarda Değer ve Fiyatlama	82
2.3. VADELİ İŞLEM (FORWARD) PİYASALARI	83
2.3.1. Vadeli Kurların Belirlenmesi	84
2.3.2. Vadeli İşlem Türleri	85
2.3.3. Faiz Forwardı	85
2.4. GELECEK (FUTURES) SÖZLEŞMELERİ	86
2.4.1. Gelecek Sözleşme Türleri	87
2.4.1.1. Döviz Gelecek Sözleşmeleri	87
2.4.1.2. Faiz Gelecek Sözleşmeleri	87
2.4.1.3. Endeks Gelecek Sözleşmeleri	87
2.4.2. Gelecek Piyasalarının İşleyişi	88
2.4.3. Gelecek Sözleşmelerinde Taraflar	89

İKİNCİ KISIM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARDA KULLANILAN ARAÇLAR

2.5. DEĞİŞKEN FAİZLİ TAHVİLLER (FRNS: FLOATING RATE NOTES)	90
---	-----------

2.6. ÇİFT PARA BİRİMLİ TAHVİLLER (DUAL CURRENCY BONDS: DCBS)	92
2.7. KUPONSUZ TAHVİLLER (ZERO COUPON BONDS:ZCBS)	93
2.8. İNDİRİMLİ (İSKONTOLU) TAHVİLLER (DISCOUNT BONDS)	94
2.9. DÖVİZ OPSİYONLU TAHVİLLER (MULTIPLE CURRENCY CLAUSE BONDS)	95
2.10. ECU TAHVİLLER	96
2.11. MEVDUAT SERTİFİKALARI (CERTIFICATE OF DEPOSITS: CDs)	97
2.12. FİNANSMAN BONOLARI (COMMERCIAL PAPER: CPs)	98
2.13. EURO-BORÇLANMA SENETLERİ (EURONOTES)	99

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARDAKİ PERFORMANSI

3.1. GENEL ANLAMDA ULUSLARARASI PİYASALARA YÖNELİŞ	105
3.2. TÜRKİYE’NİN PİYASALARA YÖNELİŞ NEDENLERİ	108
3.2.1. 1980 Öncesi Durum	108
3.2.2. 1980’li Yıllar ve Borç Krizi	110
3.3. TÜRKİYE’NİN ULUSLARARASI PİYASALARDAKİ TAHVİL İHRAÇLARI	114
3.3.1. 1985-1991 Dönemi	115
3.3.2. 1992 Sonrası	119
3.4. ANKARA BÜYÜK ŞEHİR BELEDİYESİ’NİN TAHVİL İHRAÇLARI	122
3.4.1. Japon Tahvil Piyasası İşleyişi ve Ankara B.Ş.B’nin İhraçları	124
3.4.2. ABD (Yankee) Tahvil Piyasası	127
3.4.3. Alman Tahvil Piyasası ve B.Ş.B. İhraçları	130
3.4.4. Tahvil İhracı Yoluyla Elde Edilen Kaynakların Yönetimi	132
3.5. TAHVİL İHRAÇLARINDA KULLANILAN FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	134

3.5.1. Vadeli İşlemler ve Swaplar	134
3.5.2. Opsiyonlar	135

UYGULAMA

3.6. SENDİKASYON KREDİLERİNİN TÜRKİYE’NİN İÇ BORÇLANMA FAİZLERİ ÜZERİNDEKİ DÖNEMSELLİK ETKİSİ	137
3.6.1. Sendikasyon Kredilerinde Durum	137
3.6.2. Türkiye’nin Toplam Kaynak Gereksinimi İçinde Borçlanma	139
SONUÇ	148
KAYNAKÇA.....	155

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ACU	Asian Currency Unit
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AGK	Adı Geçen Kaynak
AIDB	Association of International Bond Dealers
ARCRU	Arabian Currency Unit
BIS	Bank for International Settlements
CD	Certificate of Deposits
CME	Chicago Merchantile Exchange
CP	Commercial Papers
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirketler
DCB	Dual Currency Bonds
DM	Alman Markı
ECP	Euro Commercial Paper
ECU	European Currency Unit
EIDB	European Investment and Development Bank
EMTN	Euro Medium Term Note
EURCO	Avrupa Ortak Para Birimi
FCR	Foreign Credit Restraints
FRN	Floating Rate Note
FED	Federal Reserve Bank
FF	Fransız Frangı
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülkeler
HFL	Hollanda Florini
IADB	Inter Amerikan Development Bank
IBF	International Banking Facilities
IDA	International Development Agent
IET	Faiz Eşitleme Vergisi
IMF	Uluslararası Para Fonu
IMM	International Money Market
ISDA	International Swap Dealers Association
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
LİBOR	London Interbank Offered Rate
MB	Muhabir Banka
MKB	Menkul Kıymet Borsaları
NIBOR	New York Interbank Offered Rate
NIF	Note Issuance Facilities
ÖB	Ödemeler Bilançosu
OBU	Offshore Banking Units

OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Teşkilatı
RUF	Revolving Underwriting Facilities
SDR	Special Drawing Rights
SEC	Security Exchange Commision
SFR	İsviçre Frangı
SIBOR	Singapur Interbank Offered Rate
TLF	Transferable Loan Facilities
UFP	Uluslararası Finansal Piyasalar
US\$	Amerikan Doları
USP	Uluslararası Sermaye Piyasaları
VFCR	Voluntarily Foreign Credit Restraints
ZCB	Zero Coupon Bonds



TABLOLAR ve ŞEKİLLER LİSTESİ

- Tablo 1** : Uluslararası Finansal Piyasalardan Finansman
- Tablo 2** : Türleri Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Tahvil İhraçları 1991-1994 (Milyar dolar)
- Tablo 3** : Türleri Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Menkul Kıymet İhraçları; 1991-1994 (Milyar dolar)
- Tablo 4** : Uluslararası Tahvil İhraçları 1980-87 (6 ay) (milyon dolar)
- Tablo 5** : Sendikasyon Kredileri Ve Eurosenetler
- Tablo 6** : Tahvil Derecelendirilmesi ve Rating Kurumları
- Tablo 3.1** : Uluslararası Finansal Piyasalardan Finansman (Milyar Dolar)
- Tablo 3.2** : Borçlanan Gruplar Açısından UFP'dan Finansman (Milyar Dolar)
- Tablo 3.3** : Ödemeler Bilançosu Finansmanında Sendikasyon Kredileri
- Tablo 3.4** : 06.05.1988- 2.12.1992 Tarihleri Arasında Hazine Tarafından Gerçekleştirilen Tahvil İhraçları
- Tablo 3.5** : 2.12.1992-7.6.1996 Tarihleri Arasında Hazine Tarafından Gerçekleştirilen Tahvil İhraçları
- Tablo 3.6** : Hazine Tarafından Sağlanan Sendikasyon Kredileri
- Tablo 3.7** : Türkiye'nin Kredi Notu Ve Değerlendirme
- Tablo 3.8** : Ankara Büyük Şehir Belediyesi Tahvil Borçlanması
- Tablo 3.9** : Shibosai Tahvil İhraçları
- Tablo 3.10**: Samurai Tahvil İhraçları
- Tablo 3.11**: Türkiye Ve Ankara B.Ş.B. Japon Piyasası Tahvil İhraçları (Milyar Yen)
- Tablo 3.12**: Eurodolar Piyasasında Tahvil İhraçları
- Tablo 3.13**: DM Tahvil Piyasasında İhraçlar
- Tablo 3.14**: Ankara Büyük Şehir Belediyesi'nin Swap İşlemleri
- Tablo 3.15**: Swap İşlemi Yapılmaması Durumunda Ödenecek Faiz Tutarı (milyon TL)
- Tablo 3.16**: Hazine ve OECD Kaynaklarına Göre Sendikasyon Kredileri
- Tablo 3.17**: İç Borçlanma Faiz Oranları
- Tablo 3.18**: Konsolide Bütçe İle İlgili Oranlar (Yüzde)

Şekil 2.1 : Swap İşlemi

Şekil 2.2 :Genel Olarak Faiz Swapı

Şekil 2.3. :Faiz Denkleştirme İşlemi

Şekil 2.4 :Alım Opsiyonu

Şekil 2.5 :Satım Opsiyonu



GİRİŞ

Çalışmamızın konusu; 1980'lerde kendisini iyice hissettiren küreselleşmeyle birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin ekonomisini finanse etmek için başvurduğu Uluslararası Finansal Piyasalarda ortaya çıkan genel eğilimler ve gelişmeleri incelemek ve Türkiye'nin bu piyasalardan kaynak sağlamadaki performansını değerlendirmek olacaktır.

Öncelikle, başlangıçtan 1980'lere kadar olan Europiyasaların ortaya çıkış ve gelişim sürecini özetledikten sonra, 80'lerdeki dünya çapında globalleşme ve liberalleşme hareketlerinin etkisiyle ortaya çıkan gelişmelerle birlikte, Türkiye'nin de belirttiğimiz dönemde sermaye piyasası alt yapısını oluşturma, faiz ve kur serbestliği ve konvertibiliteye geçiş çabaları sonucu, özel sektör ve kamu kuruluşlarının bankacılık sektörü dışındaki yurtiçi ve yurtdışı kaynaklardan artan oranlarda fon sağlama eğilim ve olanaklarını ortaya koymak temel amacımızdır.

Çalışmamızın ilerleyen aşamalarında da uluslararası ekonomik sisteme entegrasyon sürecinde olan ülkemizin, ortaya çıkan bu gelişmeler ışığında, yeni finansman teknik ve düzenlemelerini içeren söz konusu piyasalarda, kurum ve araçlar bazında, nitelik ve nicelik olarak, özellikle son on beş yıllık dönemde nasıl bir performans gösterdiğini ortaya koymak ve ilerde doğabilecek görece avantajlardan yararlanma olanaklarını, nedenleri ve sonuçları bakımından araştırmak ve incelemek de bu amaç kapsamındadır.

Çalışmanın kapsamını, söz konusu piyasaların tanımı, gelişimi, kullanılan finansal araç (Uluslararası tahvil ve hisse senetleri vb.) ve teknikler (Swap, opsiyon ve gelecek işlemleri), piyasada yer alan birimler (Hazine, Merkez Bankası, Kalkınma Bankaları ve Ankara Büyük Şehir Belediyesi), kullanılan para birimleri (Eurodolar, Euromark vb.) fon arz ve talebinin işleyiş mekanizması (Konsorsiyumlar aracılığıyla veya tahvil ihracı yoluyla) ve finansal merkezler (ABD Yankee Tahvil, Japon Samurai ve Shiboshai gibi) açısından ortaya konması, ülkemizin bu piyasalardan borçlanmasını dönemler, piyasalar, kurumlar ve araçlar itibarıyla, Körfez Krizi ve 5 Nisan Kararları'nın sınırlayıcı sonuçlarının dikkate alınarak incelenmesi oluşturacaktır. Her

iki krizin olumsuz etkileriyle kesintiye uğrayan Europiyasalardan borçlanmamızın günümüzdeki durumu da inceleme kapsamında olacaktır. Ayrıca, son bölümde piyasa içerisinde özel bir yeri olan sendikasyon (konsorsiyum) kredilerinin belirttiğimiz dönem içinde, iç borçlanma miktar ve faiz oranları üzerinde etkiye sahip olup olmadığı ve varsa bu etkinin yönü araştırılacaktır. Yerel yönetimleri bu piyasalardan borçlanmaya örnek teşkil etmesi bakımından Ankara Büyük Şehir Belediyesi'nin Japon sermaye piyasalarına yapmış olduğu tahvil ihraçları üzerinde durulacaktır.

Piyasaların kökeni 1900'li yıllar, gelişim dönemi 60'lı yıllar, olgunlaşma ve derinlik kazanma dönemleri de Petrol Krizleri ve ekonomik durgunlukların belirleyici olduğu 70'li ve 80'li yıllar olarak tanımlanmaktadır. Ülkemizin bu piyasalarla tanışması 70'lere kadar inmekle beraber asıl yönelim liberal ekonomi politikalarının ağırlık kazandığı 1980 sonrası gerçekleşmektedir.

Çalışma yöntemi için şunları söyleyebiliriz: Bilimsel çalışmanın gereklerine uygun ve güvenilir inceleme, araştırma ve karşılaştırma için elverişli bilgiler edinilmeye çalışılmış, ağırlıklı olarak literatür taraması, gerekli durumlarda da mevzuat incelemesi yapılmış, tablo ve grafiklerden oluşan analiz yöntemleri kullanılmıştır. Yerli ve yabancı kaynaklar yanında, ilgili konularda çeşitli kurum ve kuruluşların rakamsal veri ve değerlendirmeler içeren rapor, bildiri veya makalelerine de başvurulacaktır. (Bank for International Settlements, OECD, IMF, Hazine, Merkez Bankası vb.)

Çalışmamızın ilk bölümünü Europiyasaların ortaya çıkışı, gelişimi, yapısı ve işleyişine, ikinci bölümünü piyasalarda kullanılan finansman teknik ve araçlarına ve son bölümünü de Türkiye'nin bu piyasalardan kaynak sağlamadaki etkinliği ve sendikasyon kredilerinin iç borç stoku ve faiz oranları üzerindeki etkilerinin araştırılacağı uygulamaya ayırmış bulunmaktayız.

Çalışmamız boyunca kabul ettiğimiz varsayım şu şekilde ifade edilebilir: Başlangıçta ülkemiz için, geleneksel finansal kaynaklar dışında alternatif bir kaynak olan Europiyasalardan borçlanmamız, gerek piyasanın serbestliği ve rekabete açık olmasından kaynaklanan faiz ve kur riskleri taşıması, gerekse yeni oluşan finansal tekniklerin kullanılabilme becerisi ve bilgi birikimi gerektirmesi nedenleri ile dış

ticaretin ve kalkınmanın finansmanında öncelikli bir yere sahip olmuştur. Son dönemde yaşanan kredibilite sorunları da bu gelişimi olumsuz yönde etkilemiştir.

Ülkemizin piyasalardan borçlanmasının bugünkü durumunu ortaya koyduktan sonra, mevcut kredibilite sorununun aşılması ve kriz beklentilerinin kırılması için ekonomide alınması gerekli önlemler üzerinde durulacaktır. Daha sonra siyasal ve ekonomik istikrarın sağlanması, bunu takiben ekonomide liberalleşme ve dünya piyasaları ile entegre olma yolundaki çabalar ele alınacaktır.

Ülke içi makroekonomik dengelerini yerine oturtmak, belirli bir büyüme hızı yakalamak ve bunu sürdürmek kararında olan bir Türkiye'nin, kalkınmanın finansmanı ve kaynak çeşitliliği sağlama amaçlarıyla yöneleceği bu piyasalarda etkinliğe ulaşabilmesi için, yeni ortaya çıkan, korunma araç ve tekniklerini ustalıkla kullanması gerekmektedir. Böylece maliyetleri azaltıp vadeyi uzatma, risklerden korunma ve kaynak çeşitliliği avantajları elde edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR

1. ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARA GENEL BİR BAKIŞ

Uluslararası Finansal Piyasalar, devlet, şirket, kişi ve kuruluşların, kendi ülkeleri dışından kaynak sağlamak veya ellerindeki fon fazlalıklarını arz etmek üzere bir araya geldikleri piyasalardır. Söz konusu piyasaların temel işlevi; kendi ulusal piyasalarında uygun koşullarda fon sağlama olanağı olmayan birimlerin, sınır ötesi fon akımlarından faydalanmasını sağlamaktır. (Seyidoğlu 1994:197-237) Diğer yandan fonlarını yatırmak isteyen yatırımcılar da daha yüksek getiri sağlamak için uluslararası piyasalarda yer alırlar.

Uluslararası Finansal Piyasaları (UFP); Uluslararası Para Piyasaları (Europara Piyasaları: Eurocurrency Markets) ve Uluslararası Sermaye Piyasaları (Eurotahvil :Eurobond ve Eurohisse Senedi: Euroequity Piyasaları) olmak üzere iki ana başlık altında inceleyebiliriz.

Para piyasaları kısa vadeli yani süresi bir yıldan az nakit fonların arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasaları ise uzun vadeli fonların işlem gördüğü piyasalardır. Para piyasalarında işlemler doğrudan nakite dayalı olarak yürütülürken sermaye piyasalarında menkul kıymetler aracılığıyla yürütülmektedir. Uluslararası para piyasaları, banka kredilerinin ve diğer kısa süreli fonların ülke dışında kullanılmak üzere yabancılara arz edilen kısmını temsil etmektedir. Uluslararası sermaye piyasaları ise yurtiçi kaynaklardan sağlanamayan uzun vadeli fonların, fon gereksinimi olan kişi ve kuruluşlara, hisse senedi ve tahviller gibi mali araçlarla sunuldukları piyasalardır. (Parasız-Yıldırım 1994:250)

UFP, uluslararası para ve sermaye piyasalarından oluştuğu için gelişimindeki temel etmenler de hemen hemen paralel özelliktedir. Çalışmamızın ilerleyen kısımlarında ayrıntılarıyla inceleyeceğimiz bu etmenlerin başında ulusal mevzuattan kaçış gelmektedir. Başını büyük ulusal şirketler ve ÇUŞ'in çektiği bu eğilim sonucu,

ABD'den Avrupa'ya dolar fonları akmaya başlamış, sonuçta 1950 ve 60'larda işlem hacminin iyice artmasıyla ayrı bir piyasa ortaya çıkmıştır. 1970'lerde Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve 1980'lerde dünya çapında uygulanan liberal ekonomi politikaları ile (Örneğin, sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların kaldırılması) UFP'dan sağlanan finansmanın giderek artmıştır.

Son dönemde bu piyasalardan finansman sağlayanlar arasında ilk sıraları gelişmiş OECD ülkeleri almaktadır. İlk dönemlerde ise, ödemeler bilançosu finansmanı amacı taşıyan GOÜ'in (Gelişmekte Olan Ülkeler) borçlanması daha fazla paya sahiptir.

Yukarıda sözünü ettiğimiz birimlerin piyasaya yönelmelerinin temel nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- Finansman maliyetini düşürmek,
- İç piyasalardan sağlayamadığı finansmanı sağlamak,
- Ulusal düzenleme ve sınırlamaları aşmak.

Buraya kadar sıralamış olduklarımız fon talep edenleri tanımlamaktadır. Fon arz edenler açısından incelediğimizde ise:

- Yüksek getiri sağlamak,
- Riski dağıtmak gibi faktörleri görmekteyiz.

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) açısından da;

- İktisadi büyümenin finansmanı,
- Daha esnek ve elverişli finansman olanaklarına kavuşmak gibi amaçları sayabiliriz.

Uluslararası Finansal Piyasaların (UFP) gelişimine etki eden faktörlere göz atacak olursak;

- Piyasa katılımının daha liberal hale gelmesi,
- Uluslararasılaşmayı engelleyen düzenlemelerin kaldırılması,
- Yeni finansman araç ve tekniklerinin geliştirilmesi,
- Kurumsal yatırımcıların gelişmesi,
- Finansman ihtiyacının artması,
- Haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler gibi unsurlarla karşılaşmaktayız. (Akyüz 1993: 8)

1980'lerdeki ekonomik liberalizasyon hareketleriyle özellikle Amerika Birleşik Devletleri'ndeki (ABD) uygulamalar sonucu UFP'dan sağlanan finansmanlarda artış görülmüştür. 1982'de yaşanan 2. Dünya Savaşı sonrasında en uzun ekonomik durgunluğunun ardından başlayan canlanma süreci ise 80'lerin sonuna kadar kesintisiz sürmüştür. Bunu 1990'ların hemen başında yaşanan durgunluk izlemektedir ki; 1992 BM raporlarında en şiddetli durgunluk yılı olarak nitelendirilmektedir. Gerekçe olarak B. Avrupa'da büyümenin durması ve D. Avrupa'da ise yaşam standardının önemli düşüş göstermesi, L. Amerika'da canlanmanın başlamasına rağmen GOÜ'de büyümenin oldukça yavaş olması, reel faizlerin 1929 krizinden beri en yüksek seviyelere çıkmış olması gibi olgular ileri sürülmektedir. Bu bunalımdan çıkışın yolu uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi olacaktır. (Aktan 1993:14-15)

Hemen her ülkede hissedilen finansal liberasyon dalgası ile sermaye kısıtları kaldırılmaya başlanmış ve artan şekilde kendisini hissettiren finansman gereksinimi dış kaynaklardan rahatlıkla sağlanmaya başlanmıştır. Söz konusu piyasalardan en fazla kaynak sağlayan ülkelerin başında gelişmiş sanayi ülkelerinin oluşturduğu OECD Ülkeleri ve GOÜ sıralanırken eski Doğu Bloku Ülkeleri çok sınırlı bir paya sahip kalmıştır. (Bal 1994: 39).

Piyasaları türlerine göre incelemeden önce, içerdikleri mali işlemleri genel çizgileriyle inceleyelim. Finansal işlemlerde yer alan tarafların yerleşik veya yabancı

olup olmamasına göre, bu piyasalarda gerçekleşen işlemlerin yurtiçi (ulusal) veya uluslararası finansal işlemler adını aldıklarını görmekteyiz. Her ülkede finansal piyasalar belli merkezlerde yoğunlaşmıştır. Bu merkezlerde gerçekleştirilen işlemlerin büyük bir kısmı ulusal işlemlerden oluşurken bir kısmı da uluslararası özelliktedir. Bu işlemleri dört grupta inceleyebiliriz: Birinci grup işlemde fon arz eden ve talep eden unsurların her ikisinin de ulusal olduğunu görüyoruz. Bu tür işlemler mali merkezlerin temel işlevlerini oluşturur. İkinci tür işlemler: fon arzedenlerin yerli, ödünç alanların yabancı olduğu işlemlerdir. Üçüncü tür işlemlerde fon akışının yabancı yatırımcı ve mevduat sahiplerinden yerli ödünç alanlara doğru olmak üzere tersine çevrildiğini görmekteyiz. Dördüncü türde ise; her iki tarafın da yabancı olduğunu görüyoruz. (Seyidoğlu 1994: 200) Bunlardan, ikinci ve üçüncü türde yer alan işlemlere uluslararası işlemler denirken, son gruba ise offshore (kıyı ötesi) adı verilmektedir. Merkezleri de bu sınıflandırmaya uygun olarak Londra, Tokyo ve NewYork gibi en büyük mali merkezler yanında, Paris, Frankfurt ve Zürih gibi bölgesel finansal merkezler ve Lüksemburg, Bahama ve Cayman Adaları gibi de kıyı ötesi merkezler olarak sıralayabiliriz. (Çekinmez 1985:18) Bunları daha sonraki kısımlarda ayrıntılarıyla incelemeye çalışacağız.

Son yıllardaki globalleşmeyle beraber artan sınır ötesi işlemler ile hükümetler, fon bulmada ulusal mali piyasalara bağlı kalmaktan kurtulmuşlardır. Sınır ötesi piyasaların gelişimindeki en önemli faktör; fonların yasal olarak serbestçe ulusal sınırlar dışına çıkarılmasıdır. Maliyet avantajı ise; söz konusu piyasalardaki işlem hacminin büyüklüğü, faiz, vergi, karşılık oranları ve mevduat sigorta primi gibi iç piyasa kısıtlarından bağımsız olması gibi etkenlerden kaynaklanmaktadır.

Mali piyasaların küreselleşmesi ayrıca, belli başlı mali merkezler ve kurumlar arasında rekabetin çok hızlı artışına ve menkul kıymet ihraç maliyetlerinin düşüşüne neden olmuştur.

Piyasaların serbestleşmesi yolunda deregulasyonla birlikte arbitraj faaliyetleri de sürece katkıda bulunmuştur. Yine bir piyasada meydana gelen serbestleşme ile oluşan cazip koşullar diğer bir piyasayı da rekabetten dolayı benzer kolaylıklar getirmeye

itmiştir. Böylece etkinlik azaltıcı kısıtlamalar ayıklanmış, daha çağdaş yöntemlerin benimsenmesi hız kazanmıştır.

Buraya kadar ifade etmeye çalıştığımız gelişmelerin arkasındaki temel motiflerin başında rekabet gelmektedir. Bu da arkasından, kuruluşların daha önceden erişemedikleri kaynaklardan yararlanmalarına, yatırımcı ve borçlananların vergi avantajlarını değerlendirmelerine ve risklerin çeşitlendirilerek dağıtılmasına olanak tanıyan mali yenilikleri getirmektedir.

Uluslararası fon akımları finansal araçlar ya da varlıklar yoluyla gerçekleşirken, maliyet ve risk unsurlarına göre şekillenirler. Buradaki en önemli unsur da bilgi erişim maliyeti (yabancı firmalar hakkında) olup söz konusu maliyetlerin iletişim araçlarının gelişimiyle azalması, mali varlıkların fon akımlarını, maliyet yönünden daha etkin bir duruma getirmiştir.

1.1. ULUSLARARASI PARA PİYASALARI

1.1.1. Tanımı

Uluslararası iktisat literatüründe Europara ve Eurodolar terimleriyle ifade edilen uluslararası para piyasaları, ülkeler arasında fonların değişimine aracılık eden ve etkinliği ve önemi giderek artan bir piyasadır. Europara piyasasının ağırlıklı kısmını teşkil eden Eurodolar piyasasında, devlet müdahalesinin yokluğu ve rekabetin yüksekliği nedeniyle etkinlik bir hayli fazladır. (Karluk 1996:535-548)

Europara deyimiyle, ulusal bir paranın çıkarıldığı ve yasal düzenlemelerine tabi olduğu ülke sınırları dışında tutulan ve kullanılan, vadesi genellikle bir yıldan az kısa vadeli fonlar ifade edilmektedir. Yerel kısa süreli kaynakları, yurt içi piyasalardan sağlayamayan yani likidite gereksinimi içinde olan işletmeler, gerçek kişi ve kuruluşların, ticari bankalar, bankerler, çeşitli finans kurumları ve devlet hazinelerinin kaynak talep ettikleri ve sağladıkları piyasalara Europara piyasaları, bu piyasalardan sağlanan kredilere de “Eurokrediler” denmektedir. Eurokrediler, Eurobankaların içinde bulundukları ülke parası dışındaki paralarla açılan, sözleşmeleri günümüzde

faiz esasına dayanan, büyük işletmeler, hükümetler ve uluslararası kuruluşlara kısa ve orta vadeli fon sağlama aracıdır.

Başlangıçta sadece ABD dışında ve özellikle Avrupa bankalarında tutulan dolarları ifade eden "Eurodolar" terimi, 1950'lerin sonunda oluşan, 1960'lardan sonra hızla gelişen ve Avrupa'daki bazı büyük bankaların dolar cinsinden mevduat kabul etmeleri ve topladıkları kaynakları da kısa süreli kredi olarak plase etmeleri biçimindeki işlemlerin yer aldığı piyasaları tanımlamak için kullanılmıştır. (Turan 1979:240) Ancak zamanla Avrupa dışındaki dolarlar için bulundukları bölgeye göre "Asya doları", "Rio doları" ve "Petrodolar" gibi terimler kullanılmaya başlamıştır. Piyasadaki işlemlerin çoğunluğu ABD doları ile yapıldığından ve bunların çoğunluğunun Avrupa'daki bankalarda bulunmasından dolayı "Eurodolar" terimi hepsini kapsayacak biçimde kullanılmaktadır. (Parasız-Yıldırım 1994:233)

Europara piyasaları, ulusal paraların ulusal sınırlar dışında oluşturdukları bir "devletsiz paralar" sistemi diye tanımlanabilir. Burada belirtmemiz gereken bir husus da, ulusal para niteliğindeki doların, uluslararası işlemlerde yaygın ve etkin kullanımının ona uluslararası bir nitelik kazandırmasıdır. Yukarıda bahsettiğimiz uluslararası işlemlerdeki etkinlik konusunda, dolaşımdan doğabilecek zarar ve maliyetlerin en aza indirgenmesinin ancak uluslararası bir para birimiyle sağlanabileceğini ifade eden görüşler vardır. Örneğin "Vehicle Currency Theory" görüşüne göre; uluslararası kabul görmüş ortak bir para birimi aracılığıyla, kur farkları ve döviz değişiminden doğan masraflar sıfırlanmakta ve fiyat daha kolay oluşmakta ve/veya belirlenmektedir. (Tarlan 1986: 47)

Europiyasalar, Euroyen ve Euromark gibi paraların kendi ülkelerinin mevzuatlarından bağımsız olarak dolaştıkları bir para ve sermaye sistemidir. Bazen literatürde doları da içeren göçmen paraları kapsayacak şekilde kullanılır. Europara işlemlerinin çoğunluğunun dolarla gerçekleştirilmesinden dolayı, ABD doları piyasada egemen para birimidir. Bu yüzden Europara, Eurocurrency, Euromoney ve Eurodolar piyasaları eşanlamlı kullanılmaktadır.

Europara piyasası, gelişmiş ülkelerdeki para politikalarının etkisine açık olması nedeniyle ulusal piyasaların türevi niteliğindedir. İç piyasadaki en ufak bir hareket, örneğin, sıkı para politikası nedeniyle, Eurokrediler bir finansman kaynağı olurken, içteki sermaye ve fon fazlası da Europara piyasalarına aktarılmaktadır. Piyasanın faiz oranını belirleyen LIBOR da gelişmiş ülkelerdeki faiz hadlerine bağlı olarak ve paralel dalgalanmaktadır. Sonuç olarak söz konusu piyasa tamamen bağımsız bir piyasa değildir.

Piyasadaki faiz oranları, bir önceki dönemdeki Libor dikkate alınarak buna, vade, seçilen paranın türüne ve borçlanıcının riskine göre oluşturulan bir marjın eklenmesiyle belirlenir. Genellikle marjlar da $\%1/16$ ile $\%2 \ 1/12$ arasında değişmektedir. Vadeler açısından baktığımızda, çoğunlukla 6 ay ve daha kısa vadeli krediler yer almakta olup, orta vadeli krediler 3 ile 10 yıl arasında değişen vadelere sahiptir. (Seyidoğlu 1994:229)

1.1.2. Europara Piyasası'nın Kapsamı

Bu piyasadaki işlemlerin yaklaşık $\%70$ 'i ABD doları cinsinden yapılmakta olup, sınırlı ölçüde de olsa mark ve İsviçre frangı cinsinden de işlemler yer almaktadır. Diğer yandan, Europara işlemleri çok geniş bir coğrafyaya yayıldığından (Amerika'dan Uzak Doğu'ya, Orta Doğu'dan Karayipler'e ve çeşitli Avrupa Merkezlerine kadar uzanan) bu merkezlerin ve para birimlerinin isimleriyle de anılırlar. (Euromark, Eurofrank, Asyadolar piyasası gibi).

Europara piyasasının varlığı, finansman ve döviz gereksinimi olan birimlerin, geleneksel piyasalara başvurmadan, ve ülkeler arası saat farkları gibi zorluklara da katlanmadan kaynak sağlamalarına imkan tanımaktadır. Ancak piyasanın gelişiminin en önemli nedenlerinden biri, mevduat munzam karşılığı yatırma gibi yasal sınırlamaların olmayışı ve bankalararası rekabet nedeniyle işlem etkinliğinin yüksek oluşudur.

Eurodolar Piyasası'nın özelliklerini ise doların özelliklerine bağlı olarak şöyle sıralayabiliriz:

- Eurodolar, ABD dışındaki dolarları ifade etmesine rağmen ABD dolarının döviz kurlarından bağımsız değildir,
- Eurodolar piyasası bir döviz piyasası değildir,
- Eurodolar mevduatları faiz oranları ile ABD'deki ulusal mevduatlara uygulanan faiz oranları farklı olduğunda; bu dolarlar birbirlerinin yakın ikamesi durumundadırlar,
- Eurodolarlar ABD'nin doğrudan kontrolü dışında olmasına rağmen uluslararası bankacılık sisteminde kalabilir. (Parasız 1985:463)

1.1.2.1. Europara Piyasası'nın Doğuşu

Piyanın başlangıcı, 1920'lerde, Berlin ve Viyana Bankalarına ABD doları cinsinden mevduatların yatırılması ve iç piyasaya kredi olarak verilmek amaçlarıyla da ulusal paralara dönüştürülmesine kadar götürülebilir. Eurodolar piyasasının doğuşu ile ilgili değişik görüşler öne sürülmektedir. Bunlardan birincisine göre; İkinci Dünya Savaşı sonrası, ve 1950'deki Kore Savaşıyla belirginleşen soğuk savaşın kendini iyice hissettirdiği belirsizlik ortamında Avrupa'da, başta S. Birliği olmak üzere Doğu Bloku ülkelerinin, NewYork'ta şubesi olan Moskow Norody Bank ve Banque Commerciale pour l'Europe du Nord'un, dolar mevduatlarını Avrupa bankalarına, özellikle de Paris ve Londra'daki bankalara aktarmalarıyla süreç başlamış olmaktadır. (Levi 1990:263-9) Alışılmış bankacılık kurallarındaki bu uygulama ile ortaya çıkan piyanın gelişiminde ABD dolarının, ülkeler arasındaki "anahtar para" ve ulusal paraların değerinin korunmasındaki "müdahale parası" olma özelliklerinin rolü büyüktür.

Europara piyasası ve Eurokredilerin ortaya çıkışı ile ilgili olarak Milton Friedman; "Piyasa muhasebecilerin kalemleri ucunda yaratılmıştır" demektedir. Buna göre piyanın gelişimi bankaların kredi yaratma mekanizması ile açıklanabilir. ABD'deki bankacılık sisteminin iç kredilerinin çarpan yolu ile artırılması benzetmesiyle piyanın gelişimi açıklanmaktadır. Diğer bir görüşe göre ise ABD' deki ÖB (Ödemeler Bilançosu) açıkları ve uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlayan düzenleme ve kontroller bu gelişmenin nedenleridir. Bir başka görüşe göreyse;

ellerinde rezerv fazlası bulunan merkez bankalarının kısa vadeli yatırım fırsatlarını değerlendirmek istemelerine bağlı olarak uygun yatırım imkanları sağlanmasının, söz konusu piyasaların ortaya çıkışının nedeni olduğu ileri sürülmektedir.

İkinci bankanın adının uzunluğu, kısaca "Eurobanka" diye anılmasına neden olmuş, ve bankanın 1956'dan sonraki mali raporlarında bu tür mevduatların "Eurodolar" ile ifade edilmesiyle "Euro" sözcüğü ilk kez kullanılmaya başlanmıştır. Avrupa'daki faiz oranlarının ABD bankalarından yüksek oluşu ve ABD mevzuatının sermaye çıkışlarını kontrol maksatlı kısıtlamaları Avrupa'ya hızlı bir dolar akımını başlatmıştır.

Avrupa'da bugünkü anlamda Eurodolar işlemleri 1958-59 yıllarında başlamıştır. Ancak işin geçmişi, 1953'e kadar gitmektedir. Avrupalı sigorta şirketlerinin ABD'deki mevduatlarının tamamını çekip Brown Shipley Bankasına yatırmaları başlangıçtır.

1.1.2.2. Europara Piyasası'nın Gelişimi

1920'lerde uluslararası finans merkezi olan Londra'nın yerini New York'un alması ve ABD dolarının uluslararası rezerv olarak büyük önem kazanması, Eurodolar piyasasının gelişiminde etkili olmuştur. (Bernauer 1986:192)

Piyananın gelişimini; 1957-74 ve 1974 sonrası olmak üzere iki dönemde incelemek mümkündür. Birinci dönemde, İngiltere'nin açık veren dış ticaret bilançosu yüzünden 1957'de sterlinin uluslararası ticaretin finansmanında kullanımını sınırlaması, ABD Bankacılık sistemi üzerindeki sermaye çıkışını kısıtlayıcı düzenlemeler, Batı Avrupa ülkelerinin 1958'de serbest kur sistemi ve konvertibiliteye geçmeleri ve Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun kurulması gibi olguların bu piyananın gelişiminde etkili olduğunu görmekteyiz. Bunların sonucunda, sterlinden dövize ve ABD ulusal piyasalarından da Europiyasalara fon akışı ve Avrupa ülkelerinin fon talebinde artışlar yaşanmıştır.

Piyasa gelişiminin 1976-80 yılları arasında yükselen bir trend izlemeye başladığını görmekteyiz. Söz konusu gelişimin en somut kanıtı ise işlem hacminin net olarak, %150'yi aşan bir oranda artışla, 310 milyar dolardan 810 milyar dolara ulaşmış

olmasıdır. (Fisher III 1988: 8) Bu hızlı gelişimin nedenleri arasında yukarıda saydıklarımızdan başka; dünya çapında hızla artan petrol fiyatları ve ABD firmalarının uluslararası özellik kazanması gibi etkenleri de sayabiliriz.

Sonuçta Avrupa'daki dolar türünden mevduatlar artmış ve Avrupalı Bankalar artık dolar mevduatı kabul etmeye ve kredi açmaya başlamışlardı. Doların uluslararası ticarete ve işlemlerde kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte, ABD Hazinesi bir anlamda diğer ülkelere dolar sağlayan bir "banker" durumuna gelmiştir. Diğer yandan, dolar çıkışıyla ABD Ödemeler Bilançosunda açık oluşmaktadır. R. Cooper'a göre, diğer ülkelerin ÖB fazlasına neden olan bu akım, ABD Hazinesi tarafından; kredi sağlanarak hibeler yoluyla ve ÖB açığı verilerek olmaktadır ve "Uluslararası para sistemindeki asimetri" diye adlandırılmaktadır.

Eurokrediler bilhassa 1970'li yıllarda önemli ölçülerde yükselme kaydetmiş ve bu da tahvil ihracına dayalı sendikasyonlarla, ağırlıklı olarak da toptancı işlemlerle gerçekleşmiştir. Piyasadaki işlem hacminin genişlemesiyle beraber, 1 milyar dolarları aşan "jumbo krediler" de sıkça başvurulur hale gelmiştir. (Hedili 1983:79)

Eurokredilerin yıllara göre gelişimini incelediğimizde, işlem hacminin; 1974'de \$ 29,3 milyar iken, 1979'da \$ 82,8 milyar ve 1985'te \$110,3 milyar şeklinde önemli artışlar gösteren bir eğilim ortaya çıkmaktadır. (Fisher III 1988:9-10) Bu hızlı gelişimin nedenleri iki bileşenden oluşmaktadır: arz açısından OPEC ülkelerinde biriken fonların fazlalığı, talep açısından OPEC dışındaki GOÜ'nin artan dış açıkları nedeniyle söz konusu piyasalara yönelimi körüklemektedir. (Hedili 1983:87)

Euro-kredilerin işlem hacmindeki yükselmeyle çokuluslu şirketlerin gelişmesi yakından ilişkilidir. Söz konusu şirketler işletme sermayelerini ve aktiflerini dolar olarak tutmayı daha fazla tercih etmişlerdir. Diğer taraftan, ABD'nin ÖB açıklarını gidermek için getirdiği düzenlemeler ve kısıtlamalar (Örn: Mevduata ödenen faizin kısıtlanması) ABD'deki mevduatın daha yüksek getirili Eurodolar hesaplarına yatırılmalarına neden olmuştur.

Gelişmelere ABD Bankacılık Sistemi üzerindeki kısıtlamalar açısından baktığımızda, 1964 yılında konan IET adlı vergi ile tahvillerin vergilendirilerek ülkeden sermaye çıkışının önlenmesinin amaçlandığı görülür. Böylece yabancıların NewYork Borsasına tahvil ihraç ederek fon sağlamaları önlenmiş olacaktı. Ancak bu yolla kaynak sağlayamayan yabancı kuruluşların, artık Amerikan bankalarından kredi talep etmelerine ve sonuçta yine ülkeden kaynak çıkışına neden olmasıyla yeni önlemler düşünölmeye başlanmıştır. Bu amaçla Başkan Johnson yönetimince Gönüllü Dış Kredi Kısıtlama İlkeleri (Voluntary Foreign Credit Restraints: VFCRs) adıyla yeni önlemler getirilmiştir. Sonuçta bu engellemelerle N:York piyasası giderek zayıflamış ve ABD'li şirketlerle ÇUŞ, Avrupa bankalarının dolar kaynaklarına, yani Europara piyasasına yönelmiştir. Ayrıca bu piyasada her türlü mevduata faiz verilmesi, karşılık ayırma zorunluluğunun olmayışı piyasaların gelişimini hızlandırmıştır.

Öte yandan, FED'in Q Düzenlemeleri uygulamaları ile ABD bankalarının tasarruf mevduatları ve mevduat sertifikaları üzerindeki faiz oranlarını artıramamaları sonucu, fonlar artık daha cazip getirileri olan Avrupa merkezlerine özellikle de Londra'ya akmaya başlamıştır. (Kindleberger 1970: 226-7) Ayrıca, 1960'lı yılların sonlarına kadar geçerliliğini koruyan ve Amerikan bankalarını, ülke dışındaki şubelerinde oluşturdukları mevduatlara uygulanan karşılık ayırma zorunluluğundan muaf kılan "Regulation M" (M Düzenlemeleri) ile, bu şubelerde ortaya çıkan daha yüksek faiz ödeme olanağından dolayı fonlar bu şubelere yönelmiştir. Bu da Amerikan bankalarının müşterilerinin kredi taleplerinin şubelerce ve çeşitli finans kurumlarınca karşılanmasına, söz konusu şube sayılarının artmasına ve Europara piyasasının gelişimine olumlu katkıda bulunmasına yolaçmıştır. (Öçal 1990: 278-288)

ABD ise dış açıklarını dizginlemek için, bankaların ve mali kurumların ülke dışında oturan özel ve tüzel kişilere verilen ödöncölere "Yabancılar açılan kredilere ihtiyari kısıtlama: Foreign Credits Restraints; FCR" adlı kısıtlamalar koymuş (1965) ve bunu 1968'de zorunlu hale getirmiştir. Ayrıca dışa yönelik doğrudan yatırımlara ve yabancı ölkelerdeki yatırım finansmanına yönelik kredilere de kısıtlamalar getirmiştir.

Bu önlemler, yurtdışı yatırımlarına (yeni ve ek) finansman arayan Amerikan şirketlerinin kaynak sıkıntısından dolayı dış piyasalara yönelmelerine ve ABD bankalarının da kısıtlamalardan dolayı kaynak aktaramadıkları yurtdışı şubelerine, ülke dışından kaynak bulmak için yenilerini eklemelerine neden olmuştur. Bu şubeler başta Londra olmak üzere Avrupa'nın önemli merkezlerindedir.

1969'da ABD'nin kredi ve mevduat hacimlerini kısıtlamayı amaçlayan politikaları sonucu bankalar vadeli mevduat faizlerini düşük tutmak zorunda kalmışlardır. Bankacılık sektörü de bu yüzden Londra şubeleri aracılığıyla, Avrupa'ya yönelen mevduatları kredi ihtiyacını karşılamak için kullanmaya başlamıştır. Sonuçta Eurodolar piyasasında faiz oranları yükselmiş ve ABD'den mevduat akışı hızlanmıştır. 1970'de ise ABD kısıtlamalardan vazgeçmiş, ABD bankalarının ellerinde Londra şubelerine olan borçlarını ödeyebilecek kadar fon birikmiştir.

1973 petrol fiyatlarının dünya çapında hızla arttığı, bir çok ülkenin ödemeler dengesi güçlüğü çektiği ve yeni finansman kaynakları gereksiniminin doğduğu bir dönemin başlangıcıdır. GOÜ, ÖB açıkları yaşarken, Gelişmiş Ülkeler (GÜ)'de ÖB açık vermeye başlamış; ancak petrol ihracatçısı ülkeler (OPEC) muazzam fazlalar vermeye başlamışlardır. Sonuçta bu ülkeler ellerindeki kaynakları plase edecek alanlar arar duruma gelmişlerdir. Artan petrol fiyatlarının etkisiyle, İngiltere, Fransa ve İtalya gibi gelişmiş sanayi ülkeleri, petrol ithalatını finanse etmek için Europiyasalara artan oranlarda yönelmişlerdir. Fon talebindeki bu artış ve enflasyonla mücadele önlemleri etkisiyle faiz oranları rekor seviyelere ulaşmıştır. (Rajuk 1990:175-83)

Kredi kuruluşları ve ABD'nin de 1974'de kısıtlamaları kaldırmasıyla, ABD Bankaları petrol ithal eden ülkelerin finansman açığını gidermek üzere büyük miktarlardaki fonları harekete geçirmişlerdir. Böylece krizin etkileri yavaş yavaş giderilmeye başlamıştır.

1.1.3. Europara Piyasası'nın Yapısı ve İşleyişi

Son derece geniş bir coğrafyaya yayılmış bulunan ve uluslararası kredi, mevduat ve spekülasyon gibi konularda; ulusal piyasalar, döviz piyasaları ve altın

piyasalarıyla rekabet edebilme gücüne sahip bu piyasa farklı bir mekanizmaya sahiptir. Piyasada son derece gelişmiş bir teleks ve telefon iletişim sistemi söz konusudur. (Ekren 1986:72)

Piyasaya fon arzı ve kullanıcılar açısından bakıldığında, bankalar yanında finansman şirketleri ve döviz tacirleri ile uzmanlaşmış diğer kuruluşların faaliyette olduğu görülmektedir. Fon arz edenler arasında ticari bankalar, merkez bankaları, uluslararası finansal kurumlar, finansal olmayan kurumlar ve bireysel yatırımcılar yer alırken; fon kullanıcılar olarak ise; yine ticari bankalar, kıymetli evrak komisyoncuları ve satıcıları, resmi kurumlar, ulusal ve uluslararası firmalar, ithalatçılar ve ihracatçılar göze çarpmaktadır. Piyasada istenilen anda, istenilen miktarda fon sağlanabilmesi, LIBOR'u kullanan marjinal fiyatlandırma tekniği, ürün farklılaştırma ve haberleşme olanaklarıyla geniş çapta etkinlik sağlanabilmektedir. (Cangöz ve Hazirolan 1992:25)

Europara piyasalarında değişik para birimlerine dayalı mevduat sertifikaları çıkarılabilmekte, mevduat ve kredilerin vadeleri ise genellikle bir hafta ile üç ay arasında değişmektedir.

1.1.4. Piyasada Müşteriler ve Eurofonların Kullandırılması

Genelde perakende (retail) ticari banka piyasası olma özelliğini taşıyan Europara piyasasındaki müşteriler arasında gerçek kişiler, şirketler ve hükümetler yer alır. Ancak esas müşterileri ÇUŞ olup, döviz cinsinden gelirlerini bu piyasalara, kısa vadeli faiz geliri elde etmek amacıyla, yatırarak değerlendirirler. Piyasaya fon yatırılması da mevduat hesabı veya likit ya da yarı likit olan mevduat sertifikası aracılığıyla, 30, 60 ve 90 günlük vadeleri kapsayacak şekilde olmaktadır. Borçlanma koşullarının uygunluğu piyasayı ÇU Amerikan şirketleri ve hükümetler açısından çekici kılmaktadır.

Bu piyasadan borçlananlar; hükümetler, uluslararası kuruluşlar, kamu kuruluşları ve özel şirketler olmak üzere başlıca dört gruba ayrılmaktadır. Bilindiği gibi Europara piyasasına yönelmenin temel nedeni; başta petrol ithal eden ülkeler olmak

üzere ödemeler açığı veren ülkelerin finansman ihtiyacı ve özel kuruluşların çeşitli nedenlerden kaynaklanan likidite gereksinimi içinde olmalarıdır. Piyasalar ödemeler açığı veren ülkelerin fon talebiyle ödemeler fazlası olan ülkelerin fon arzları arasında aracılık etmektedir.

Piyasada en önemli borçlular, uluslararası bankaların "hükümrân borçlular" (sovereign borrowers) dedikleri hükümetlerdir. Bunları, devlet güvencesi getiren "kamu kuruluşları" izlemektedir. Üçüncü olarak, IMF, Dünya Bankası ve AET gibi uluslararası kuruluşları görmekteyiz. Bunlardan sonra da başta bu piyasaların ulusal piyasalara nazaran maliyet ve ivedilik açısından üstünlüklerinden yararlanmak isteyen ÇUŞ olmak üzere özel şirketleri görmekteyiz. Küçük özel şirketlerden "güvence koşulu" istenmesine rağmen, ÇUŞ için bunun aranmaması onlar için ayrı bir avantajdır.

Çoğu gelişmiş OECD ülkesinde bulunan Europara veren bankaların üçte birine yakını ABD menşeli veya kontrollüdür. Ancak çoğunlukla, sağlanan fonların kaynağı faaliyet gösteren ülke değil üçüncü bir ülkedir.

Piyasaya girme koşulları açısından bakıldığında, GOÜ'nün borçlanması söz konusu ise, kredi tabanları geniş büyük bankaların seçilmesi en uygundur. Çünkü bu tür ülkelere sağlanacak kredi miktarı arttıkça risk de artacağından bunun ancak büyük bir banka tarafından karşılanması mümkün olabilmektedir. Bankaların ayrıca ait oldukları ülke kadar büyüklüklerinin de önem taşıdığı ve bununla orantılı faiz verdikleri görülmektedir. (Kvasnicka 1986:169)

Bazı durumlarda, örneğin politik baskılar (bloke edilme riski) söz konusu ise bankalar şubelerinin bulunduğu GOÜ'e kredi açmayabilir veya sınırlı tutabilir. Fakat bu ülkeler Batı teknolojisini ve kendi doğal kaynak ve finans olanaklarını kullanarak bankalar için karlı olabilecek projeler sunabiliyorlarsa bu eğilim değişebilmektedir. Örneğin 1975'te GOÜ'e açılan krediler bir önceki yıla göre %78 oranında artmıştır.

Bunlardan başka uluslararası piyasaların likidite durumu ve kredi sağlayacak bankanın portföy yapısı ve banka aktiflerinin vade yapısı ile mevduatların vadesinin

uyum halinde olmasını gerektiren kurallar da mevcuttur. Ülkenin potansiyel yapısı gelişim olanakları da risk unsuru ile beraber düşünülecek noktalardır. Ülkeleri riskli kılan nedenleri şöyle sıralamak mümkündür:

- Politik olaylar,
- Toplumsal olaylar ve eğilimler,
- Ödemeler dengesi sorunları ve dış borçlar gibi ekonomik olgular.

1.1.5. Europara Piyasası'nda Mevduat Yaratılması

Eurodolar yaratma mekanizması, iç piyasada bankaların kredi açmalarına benzer bir yöntemle kaydi para yaratma mekanizmasına benzer. Piyasadaki bir bankaya borçlanan herhangi bir kuruluş, aldığı krediyi bir başka bankaya yatırırse Eurodolar hacmi genişlemiş olur. Kredi mevduat olarak el değiştirdikçe ve sistemin dışına çıkarılmadıkça genişlemeye devam edecektir. Ancak ulusal piyasalardaki mekanizmadan farklı olarak, zorunlu karşılık ayrılması (Mevduat Munzam Karşılıkları) uygulaması söz konusu değildir. (Seyidoğlu 1994:197-237)

Piyasada hakim para olduğu için Amerikan doları cinsinden Eurodolar mevduatı yaratılmasını açıkladığımızda; piyasadaki mekanizmayı geniş anlamda tanımlamış oluruz. Bu mekanizma uluslararası bankalar aracılığıyla yürümektedir. İşleyiş iki şekilde olur: Birincisinde; bir ülke parası bir başka ülkeye mevduat olarak yatırılabilir. İkincisinde ise bir ülkedeki mevduatların başka bir ülkeye aktarılması söz konusudur. Bu işlemlerin koşuluysa, Europarayı kabul edecek tarafın banka olması ve ülke dışında bulunmasıdır.

Eurodolar yaratmadaki en yaygın yöntem, ABD'deki bir bankadan yurtdışındaki (örneğin Avrupa'da Londra'daki) bir bankaya fon transferi şeklini almaktadır. Süreç bu haliyle aslında ulusal bankaların mevduat yaratma süreçlerine benzemektedir. (Parasız-Yıldırım 1994:235) Mevduatın sahipliği Avrupa'daki bankaya aktarılırken, bankaların uluslararası düzeydeki ilişkileri gözönünde tutulursa, ABD'deki toplam mevduatta değişme olmayacak fakat paranın uluslararası değişim

hızı artacaktır. Çünkü fon transferi fiziksel anlamda değil de, hesaptan hesaba mevduat aktarımı biçiminde gerçekleştirilmektedir. Mevduat, ödünç veren ABD bankasının şubesi veya bir başka ABD bankasına aktarıldığından, ABD'deki toplam mevduatlarda değişme olmayacaktır. (Einzing 1977:51) Para arzı M1'e göre belirleniyorsa, Euromevduatlar vadeli mevduat olduğundan, mevduatın aktarıldığı ülkedeki para arzı ya artmayacak ya da çok az artacaktır.

Aynı mekanizma çerçevesinde, Londra'daki banka elde ettiği krediyi bir başka bankaya mevduat olarak yatırır ve mevduat yaratma süreci ikinci bankaya aktarılmış olacaktır. Bu süreç bankacılık sistemi içerisindeki rezervler karşılık oranları düzeyine inene kadar devam edecektir. En son ortaya çıkacak olan mevduat miktarı Eurodolar mevduat çarpanının değerine, karşılık oranına ve sistemden sızıntılara ya da geri dönüş oranına bağlıdır. Ancak, genelde Avrupa bankalarının kredilendirme yoluyla Eurodolar yaratması söz konusu olmadığından, çarpan nispeten düşük olabilir. Sistemden sızıntıların olmadığı ve karşılık oranının sıfır olduğu durumda, çarpan sonsuz değerini alacaktır. (Ekren 1986:73)

Eurodolarların yaratılmasının temelinde, ABD'deki banka hesaplarının nakit nakli yoluyla değil de, iletişim araçları vasıtasıyla transferi yatmaktadır. Bu bir nevi kaydi para yaratma yöntemidir. İki biçimde olur: Birinci durumda örneğin, New York'taki M bankasında hesabı olan A firması Londra'daki B bankasına 1 milyon \$ transfer etmiştir. Sonuçta, B bankasının dolar rezervleri 1 milyon \$ artarken, A firmasına olan borcu da aynı miktarda artmış olur.

İkinci durumda Avrupa'daki bir banka, elinde bir miktar, örneğin 1 milyon \$ fonu olan herhangi birine dolar karşılığı mevduat hesabı açar. Bu miktarın %10'unu rezerv olarak tutar ve kalanını da bir İngiliz firmasına kredi olarak verir. İngiliz firma da bu 900.000 \$ bir başka bankaya yatırır ve Eurodolar hacmi o kadar artar. İkinci banka bu mevduata dayanarak kredi verirse, Eurodolar hacmi, sistemden kaçışlar olmadığı sürece artmaya devam eder. (Karluk 1996:543)

Eurobankalar, uluslararası düzeyde mali kuruluşlar olarak mevduat ve kredi yaratma işlemleriyle fonların uluslararası transferine zemin hazırlamaktadırlar.

Milton Friedman; Avrupiyasalarda mevduat yaratmada "kaydi para çarpan etkisinden "ve kaydi para oluşturmada, karşılık ayırma zorunluluğu (r) ve oransal sızıntılar (e) gibi kısıtlardan bahseder. (Tekin 1988:182) Buna göre toplam mevduatları şöyle ifade edebiliriz:

$$TD = D_p (1/(1-gh))$$

TD: Toplam mevduatlar,

D_p: Birincil banka mevduatı,

g: (1-r): Her bir devre veya aşamada mevduatların borç verilen oranı,

h: (1-e): Verilen fonların sistemine yeniden dönme oranı.

Bankacılık sisteminden sızıntılar arttığında, bankacılık sistemine dönen mevduat oranı azalır. Bu da mevduat çarpanının (1/(1-gh)) azalmasından kaynaklanır. Bu daha çok olağandışı durumlarda, örneğin ticari bankaların iflası beklentilerinin yaygın olduğu dönemlerde mevduat sahiplerinin, daha az mevduat karşılığı daha fazla para istedikleri durumlarda geçerlidir. (Tekin 1988:185)

Bir diğer durum, vergi otoritelerinin vergi oranlarını arttırmalarıdır. Bunun sonucunda mevduatlarda azalma meydana gelecektir. Bir başka olasılık ise; yurtiçi malların fiyatlarının yabancı malların fiyatlarına oranla yükselmesidir. Bu durumda ihracat ve ithalatın talep esnekliklerine bağlı olarak, ihracatın azalması ve ithalatın artması; sonuç olarak döviz talebinin yükselmesi beklenecektir. Böylece ulusal mevduata yönelecek fonların miktarı azalmakta ve bankaların rezerv tutma eğilimi artmaktadır. Ayrıca kimi firmalar için bankacılık fonlarının kullanılması risk ve belirsizlik taşıyabilir. Bütün bunlar karşılıkların azalmasına ve çarpanın değerinin düşmesine neden olabilmektedir.

Yukarıda sözünü ettiğimiz çarpan mekanizması yoluyla gelişim teorilerinde, çarpan katsayısının büyüklüğü konusunda tartışma vardır. Bu konudaki çalışmalar katsayının 1,5 ile 7 arasında olduğunu ortaya koyarken, son çalışmalarda katsayının

daha küçük olduğu ifade edilmektedir. Niehany ve Hewson'a göre ulusal mevduattan Europara mevduatına yöneliş, Euro-dolar piyasasındaki faiz oranlarının düşmesine neden olacağından, piyasaya ilave bir mevduat akışı yaşanmayacağı için çarpan etkisi şeklinde bir fon artışı söz konusu olmayacaktır. Özetle, Europara piyasasındaki gelişmeler likidite artışına yol açsa da bu tamamen kontrolsüzdür ve dünya ekonomisine zararlı boyutlarda olmamaktadır.

1.1.5.1. Eurodolar Kredilerinin (Eurokrediler) Yaratılması

Kaydi para yaratma mekanizması ile işleyen Euro-mevduat oluşturma süreci sonucunda bankalararası piyasada genişleyen mevduat tabanı ile bankalar gerek arbitraj ve spread, gerekse müşteri hizmetinden dolayı büyük gelir elde etmektedirler. Ayrıca, Eurobankalar, döviz hedging'i, ülkeiçi ve ülkelerarası finansal aracılık ve danışmanlık hizmetleri ve esnek koşulların sağladığı avantajlarla da aktif-pasif yönetimi yapabilmektedirler.

Piyanın genişliği ve etkinliğinden kaynaklanan maliyet avantajlarıyla borç alanlar açısından da çekicilik söz konusudur. Rekabet ve uzman bankacılığın getirdiği olumlu koşullar çok sayıdaki mali kuruluşun çok düşük karlarla çalışmasına ve büyük miktarlarda arbitraj işlemlerine girmesine izin vermektedir. Böylece piyasa işlem hacmi milyar dolarlarla ifade edilebilecek düzeylere ulaşmaktadır.

1.1.5.2. Eurokredilerin Gerçekleşmesi

Kredilerin gerçekleşmesinde iki yöntem izlenmektedir: Birincisi, "teklif mektubu (Offering Letter)" verilmesi, ikincisi ise "kredi sendikası" oluşturmaktır.

Birinci yöntemde, sendikasyona giren , borçlanan şirket veya ülke ile doğrudan temas kuran banka "yönetici banka (Lead Manager)", ile kredi talebinde bulunan şirket ve ülkenin sorumluları biraraya gelerek kredi koşullarını görüşürler. İşte bu esnadaki ilk temas bazen "teklif mektubu" ile olur. Yönetici banka bu görüşmelerden olumlu izlenimler edinirse sendikasyonu oluşturma yoluna gider.

İkinci yöntemde, bir veya birkaç büyük banka önderliğinde bankalar önceden biraraya gelir ve sendikasyonu oluştururlar. Bir müddet sonra da talep olduğunda ve koşullar uygunsa ellerinde biriken fonları krediye dönüştürürler.

Bu tür kredilerde bankalar, aralarında anlaştıkları koşulları ve miktarı kredi mektubu ile bildirirken, borçlu taraf bankalara " kabul mektubu (letter of acceptance) sunar.

Daha önce de bahsettiğimiz gibi, bankaların sendikasyon oluşturmalarının nedeni kredinin belli bir kısmını üstlenmek ve riski dağıtmaktır.

Kredilerin ortaklaşa birden çok banka tarafından açılabilmesi için gerekli koordinasyonu sağlayan bankaya "ajan banka (agent bank)" denmektedir. Genellikle yönetici banka ile ajan banka aynı banka olmaktadır. Bunun görevi de borçlu ile bankalar arasında ödemelere ilişkin bilgi akışı açısından bir köprü oluşturma ve olağanüstü durumların ortaya çıkması durumunda uzlaşmayı sağlamaktır. Bazen yönetici banka görevini birden fazla banka üstlenebilir.

Eurokredinin gerçekleşmesinin ilk aşaması "memorandum (placement)" denen ve borçlanacak kuruluşu veya ülkeyi tanıtan bir broşürün hazırlanmasıdır. Bununla beraber yönetici bankada, temel koşullar, borçlanacak kuruluşun mali durumu, tarihçesi, projenin maliyeti, para akış tahminleri ve o ülkenin ekonomik durumuna ilişkin bilgiler bulunmaktadır

Kredi mektubunda (loan letter) bankalar, tanımlar, ödeme koşulları, faiz oranları ve komisyonlar, borçlunun sorumlulukları, borcun ödenmemesi durumu, yönetici ve yardımcı yönetici arasındaki ilişkiler ortaya konur. Kredi mektubunu alan borçlu, konsorsiyum bankalarına tek tek kabul mektubu gönderecektir.

Kabul mektubunun gelmesinden sonra sıra kredi sözleşmesinin (loan agreement) imzalanmasına gelir. İmzadan sonra yönetici bankanın başarısı ve kredi alan ülkenin kredi değerliliğini göstermek amacıyla, büyük yayın organlarıyla anlaşma duyurulur. Bu duyuru ile kredinin piyasa ömrünün dolduğu ve amacın satış değil

duyuru olduğu ilan edilmiş olur. Bu tür ilanlara vade bitimini ifade ettiklerinden dolayı "mezartaşı ilanları" (thombstone) dendiği de olur.

1.1.6. Europara Piyasası'nda Mali Kuruluşlar

Piyasada faaliyet gösteren mali aracı kurumlar, kısa vadeli fonları uzun vadeli fonlar haline getirerek, bir yandan piyasanın gelişimini hızlandırırken diğer yandan da uluslararası bankalar için karlılık imkanı doğurmaktadır. Piyasada  d n  verenlerin çoğunluğunu ticari bankalar oluşturur. Eurobanka deyimiyle ifade edilen söz konusu uluslararası mali aracı kuruluşlar ulusal para dışında bankacılık işlemleri gerçekleştirirler ve çeşitli yerlerde faaliyette bulunurlar. Söz konusu finansal kuruluşların kredi sunumları, diğer piyasalarda da değindiğimiz gibi, bir öncü banka tarafından oluşturulan kredi sendikasyonlarınca yürütülür. Yatırımcıları ve ödünç alıcıları, riskten kaçınma ve büyük hacimli krediler elde etmenin yanında piyasaya çeken başlıca diğer etmenler, mevduat ve kredi faizleri arasındaki genelde %1'in altında seyreden marjın darlığıdır.

Ayrıca, katılımcı bankaların sabit giderlerinin (over heads) yüksek olmaması ve ulusal piyasalardaki yerel mevzuatlardan kaynaklanan sınırlamaların doğurduğu maliyet artırıcı unsurların olmayışı piyasayı kredi arzedenler açısından çekici kılmaktadır. Kredi maliyeti konusunda belirtmemiz gereken bir unsur da, alınan masrafların başlangıç masrafları ve periyodik masraflar olmak üzere iki kısım olduğudur. Başlangıç giderlerinin bir kısmı hizmetlerinden dolayı öncü bankaya, bir kısmı da fon sağlamadaki katkıları oranında katılımcı bankalara ödenir. Peryodik giderler de, "Libor + marj" şeklinde ifade ettiğimiz gerçek faiz giderleri, kredinin belirlenen süre ( ekme süresi:drawdown period) içerisinde kullanılmayan kısmı için ödenen ve genellikle %5 dolayında olan taahhüt  creti (commitment fee) olmak üzere iki unsurdan oluşur. İkinci tür periyodik gider, sunumcu bankaların belli amaçlarla ayırdıkları fonların atıl tutulmasına bir tür yaptırım anlamı taşır.

Doların hala egemen para olduğu Europara piyasasında artık krediler tek para yerine birden çok paraya bağlanmaktadır. Çoklu para ilkesi (multi currency) denen bu uygulama sayesinde ödünç alan taraf, her bir uzatma döneminde bir paradan diğerine

geçme ve bu sayede kur riskini azaltmak ve nakit giriş çıkışlarını denkleştirmek gibi olanaklara kavuşmaktadır.

Eurokredilerin rolü hakkında ise şunlar söylenebilir: Dünya çapında yaşanan Birinci ve İkinci Petrol Şokları sonrası oluşan ÖB açıkları, ülkemizi de içine alan çok sayıda ülkece kısmen sendikasyon kredileri ile karşılanmıştır. Fakat 1982'deki büyük dış borç krizi etkisiyle, bu kredilerin hacmi 100 milyar dolarlardan 25 milyar dolar düzeyine inmiştir. (Seyidoğlu 1994:231)

1986'dan sonra, piyasa işlem hacmi yeniden artış göstermeye başlamış, ancak müşterileri artık hükümetlerden ziyade banka dışı sanayileşmiş ülke şirketleri olmuştur.

Europara piyasasında çalışan mali kuruluşların başlıcaları şunlardır:

i. ABD Bankaları: 1965 'deki Amerikan Şirketlerinin yurt içinden sağladıkları fonlara kısıtlamalar getiren "Gönüllü Kredi Sınırlaması Programı"ndan (Voluntary Credit Restraint: VCR) etkilenen Amerikan bankaları, ister istemez müşterilerinin taleplerini Europiyasalardan sağlamaya yönelmişlerdir. Bunun sonucunda Euro piyasalarda, ABD bankalarının deniz aşırı şubeleri vasıtasıyla piyasalarda etkinliği artmış ve bunlar piyasanın önde gelen mali kurumları haline gelmişlerdir. Bunların başlıcalarını şöyle sıralayabiliriz: Citicorp, Chase Manhattan, Morgan Guaranty, Bank of America, First National Bank vs.

ii. Konsorsiyumlar: Bankaların biraraya gelerek ortak girişimde bulunma ihtiyacından doğan konsorsiyum bankacılığında amaç, büyük bankalar açısından riskin dağıtılması ve küçük bankalar için piyasaya giriş olanağı elde etmektir. Bu yolla büyük çaplı ortaklaşa krediler (syndicated Eurocredits) sağlanmaktadır.

iii. Avrupa ve Japon Bankaları: Son yıllarda Europara piyasasında, Arap bankalarının da Avrupa ve Japon bankalarına katılmasıyla rekabet ve etkinlik artmıştır. Çok farklı menşelerden gelen bu bankaların piyasaya yöneliş nedenleri de farklıdır. Örneğin, Avrupalı bankalar açısından yurt içi karlılık düzeyinin düşüklüğü, Japon bankaları için Japonya'nın ödemeler dengesi fazlalıklarının büyük boyutlara

ulaşmasıyla dış kredi işlemlerine getirilen sınırlamaların yumuşatılması gibi faktörlerin önem taşıdığını görmekteyiz.

1970'lerden sonra ağırlaşan ekonomik koşulların etkisiyle uluslararası bankacılık sisteminden sağlanan kredilerde GOÜ'nin payının giderek arttığını görüyoruz. Takibeden dönemde, 1973 Petrol Krizinin etkisiyle adı geçen ülkelerin sistemden sağladıkları kredilerin payı %20'lerden %38'lere yaklaşmıştır. (Açba 1991:65-66) Bu fonların kaynağı da ağırlıklı olarak ellerinde petrodolar fazlası olan OPEC ülkeleridir.

1980'lere gelindiğinde Latin Amerika ülkelerinin yaşadığı borç krizi, uluslararası bankaların bu ülkelere verdikleri kredi koşullarını ağırlaştırmalarına neden olmuştur. Örneğin borç servis kapasiteleri yeniden gözden geçirilirken, uygulanan faiz oranı da artırılmıştır.

1.1.6.1. Muhabir Bankacılık Merkezleri

Söz konusu merkezlerdeki aktiviteler sınır aşan nitelikte olup, aktif ve pasiflerdeki artış ve azalışları ve ferdi bankacılık sistemlerindeki net para akışı ile ilgili unsurları içermektedir. Bu tür işlemler sonucu Almanya ve Fransa'ya 1994-95 dönemi boyunca sırasıyla 97.5 ve 46.6 milyar dolar kaynak akışı gerçekleşmiştir. (BIS Annual Report:1995:170)

ABD'ye yönelik net bankacılık akımlarının ise 115 milyar dolar olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Japonya bankacılık sisteminden net sermaye çıkışları 19.3 milyar dolar olup, yıl içerisindeki artışları pek yansıtmamaktadır. Bu yalnızca net ihraçlardan yılın ilk yarısında ithalatlara yönelmeyi ve sınırı aşan menkul kıymetlerin (MK) pozisyonundaki gelişmeleri açıklamaktadır.

İşlemlerin merkezileşmesinin bir başka özelliği de sınır ötesi işlemlerin artışıdır. Toplam piyasa hacmi 97.3 milyar dolarken 76.5 milyar dolarlık ödünçler gerçekleşmiştir. Bu gelişmenin nedeni İngiltere'nin ABD ve Avrupa arasındaki finansal işlemlere, Hong Kong'un da Japonya ve Çin arasındaki işlemlere finansal aracılık etme konumundan kaynaklanmaktadır. Ayrıca, aynı dönemde Karayip merkezlerinde de

ABD ekonomisindeki talep artışından kaynaklanan canlanma gözlenmektedir. Bu yolla Karayiplerde odaklanmış olan dolar fonları ABD'ye yeniden kanalize olmuştur.

1.1.6.2. Muhabir Merkezler Dışındaki İşlemler

Bölge dışındaki muhabir bankaların alacakları, 39 milyar dolarlık bir artış gösterirken bankaların ödünçlerinde seçici davranmaları, Doğu Avrupa'daki alacaklarının önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Bunun en iyi örneği Bulgaristan, Macaristan ve Polonya'nın borçlarının refinansmanı programıyla resmi kurumlara açılan garantili kredilerde ve ana para ve faiz ödemelerindeki artıştır. Ayrıca Avusturalya ve Y. Zelanda gibi ülkelere yapılan net geri ödemeler, bir yandan aktif bir geri ödeme politikasını diğer yandan da MK ihraçlarına daha fazla başvurulduğunu göstermektedir.

L. Amerika'da ise muhabir bankaların Meksika'dan alacaklarında 7.6 milyar dolarlık, Arjantin ve Şili'den alacaklarında sırasıyla 2.9 ve 2.1 milyar dolardan fazla artışlar olmuştur. Bu artışların etkileri ancak Nisan 1994'deki Brezilya borç azaltma anlaşması ve Venezüela'daki bankacılık krizinin patlak vermesiyle başvuru kredi kısıtlamaları (retrenchment) ile silinmiştir. (Ağk.172) Bu ülkelere verilecek yeni krediler, ancak MK piyasalarına daha az başvuruları koşulu ile vadelerin uzatılma talepleri geri çevrilerek sağlanmalıdır.

Tablo 1: Uluslararası Bankacılık Ödünç Alımları ve Menkul Kıymet İhraçları: 1991-94 (Milyar Dolar)

ASYA*			L. AMERİKA	
	B.Ödünçleri	M.K.İhraçları***	B.Ödünçleri	M.K.İhraçları
1991	24	3	-1	5
1992	25	1	23	9
1993	21	8	21	19
1994	63	13	18	14

* Asya ülkeleri Singapur, Japonya ve Hong Kong'u içermemektedir.

** Banka ödünçleri Asya ve L. Amerika ülkelerinin muhabir bankalara olan borçlarının döviz kuru kaynaklı değişimlerini gösterir.

*** Menkul kıymet ihraçları Eurosenetler ve uluslararası tahvillerin net ihraçlarını içermektedir.

Kaynak: BIS 65th. Annual Report, 1994-95, p.173.

Öte yandan Asya'daki bankaların Muhabir banka (mb) kredisi sağlamada daha aktif olduklarını ve 49.6 milyar dolarlık kredi sağladıklarını görüyoruz. Sendikasyon kredileri ve interbank kısa vadeli kaynaklarında önemli artışlar olmuştur. Bunun içinde Hong Kong olmayıp borçlananların çoğunluğunu Çinli şirketler teşkil etmektedir. Sağlanan kredilerin ülkelere göre dağılımı şu şekildedir: Tayland 20 milyar dolar, Kore 15.2, ve Çin 7.8 milyar dolar. (agk:174) İlk iki ülkenin paylarının ağırlıklı olması ülkelerin ekonomik altyapı ve koşullarıyla ilgilidir. Örneğin, Tayland 1993'te "Bangkok Uluslararası Bankacılık Kolaylıkları" adı altında birtakım düzenlemelere gitmiştir.

Sendikasyon kredileri sektörü 1994'te 252 milyar dolarlık işlem hacmine ulaşarak bir önceki yıla göre yaklaşık %25 lik bir artışla uluslararası mali piyasaların en hareketli sektörlerinden biri olmuştur. (Agk.174) Fakat bu rakam OECD yayınlarından Financial Market Trends'de aynı dönem için 202 milyar dolar olarak ifade edilmektedir. (February 1995) Bunun içerisinde refinans işlemlerinin önemli bir yeri vardır. Öte yandan Libor faiz oranlarına bağlı spreadlerde azalma, ortalama vadelerde kolaylıklar ve anlaşma hükümlerinde de esneklikler gözlenmiştir.

1.1.7. Europara Merkezleri

Euromerkezler, ulusal para dışındaki paraların ulusal yasal sınırlamalardan bağımsız olarak işlem gördüğü piyasaların çeşitli ülkelerdeki merkezleridir. Tanım gereği ulusal piyasalardan bağımsızlığı, vergi ayrıcalığı, rahat bir çalışma ortamı, yabancılara uygun yatırım olanakları ve yeni finansal araçlar piyasanın temel özelliklerindendir.

Başlangıçta Londra ve Paris gibi merkezlerde yürütülen Europara işlemleri, uluslararası ticaretin gelişmesiyle Ortadoğu, Uzakdoğu ve Orta Amerika'da yeni finansal merkezlere de taşınmıştır. Piyasanın en önemli merkezleri Londra ve NewYork'tur. 1980'lere kadar Londra'nın bankalararası piyasadaki işlemlerin %30'na ev sahipliği yaptığı ve piyasadan borç alımı ve kaynak aktarımındaki geçerli faiz

oranının Libor'a göre belirlendiğini görmekteyiz. Ancak 1981'de ABD'de yürürlüğe giren "Uluslararası Bankacılık Kolaylıkları (IBFs)", Eurodolar işlemlerinin New York'a yöneltilmesini teşvik etmiş ve piyasada geçerli faiz oranının belirlenmesinde NIBOR'un adı (N.York Interbank Offered Rate) telaffuz edilmeye başlanmıştır.

Literatürde Euromerkezlerin tanımı ve unsurları tam açıklığa kavuşturulmamış olmasına rağmen temel özelliklerini şöylece sıralayabiliriz:

- Söz konusu merkezlerde tüm Europalarla işlem yapılabilir,
- Ulusal finansal merkezlerin aksine, buralarda yürütülen işlemlerde, vergiler, döviz kontrolleri, karşılık oranları ve bankacılıkla ilgili herhangi bir düzenleme yahut kısıtlama söz konusu değildir,
- Bu merkezler kısmen de olsa yabancı müşterilerle bağlantıların kurulduğu yerlerdir.

Söz konusu merkezlerin oluşumunda, coğrafi yerleşimin yanında iletişim ağının da (hatta tek başına bir piyasa oluşturabilir) büyük rolü vardır. Ulusal ve yabancı birimleri biraraya getiren Euromerkezler, tarafların ulusal veya yabancı olması durumlarına göre farklı adlar almaktadır. Her iki taraf da ulusal nitelikte ise ulusal piyasa, biri yabancı ise uluslararası piyasa ve her ikisinin de yabancı olması durumunda offshore (kıyı ötesi) piyasa adlarını almaktadır.

Coğrafi konumları açısından adlandırılmaları da şu şekilde olmaktadır:

- Avrupa Merkezleri: Londra, Brüksel, Milan
- Amerika Merkezleri: NewYork, Toronto, Chicago, L. Angeles,
- Uzak Doğu ve Asya Merkezleri: Singapur, Hong Kong ve Tokyo,
- Ortadoğu Merkezleri: Kuweyt ve Bahreyn,
- Karayip Merkezleri: Bahama, Cayman Adaları ve Panama

Merkezlerin özelliklerini sırasıyla, Londra'nın haberleşme ağının etkinliği, devlet kontrol ve kısıtlamalarının esnek oluşu ve tecrübe birikimi, Hong Kong ve Singapur'un ise canlı ekonomileri ve politik istikrarı, uygun altyapı imkanları, etkin bir yan hizmet ağı ve İngilizce'nin yaygınlığı olarak sıralayabiliriz.

Euromerkezleri fonların kaynak ve kullanımlarına göre, merkezler arasındaki rekabet ve fonksiyonel uzmanlaşma ve yerleşme ve düzenlemeleri de dikkate alarak sınıflandırabiliriz. Bu açıdan merkezler, temel ve yan merkezler olarak ikiye ayrılmaktadır. Temel merkezlerde tüm Eurobankacılık hizmetleri yapılabilirken, bağlantı merkezlerinde uygun vergi ve düzenleme sistemlerinin yer aldığı görülmektedir. Fon sağlama merkezlerinde bölgedeki yerel sektöre kısa ve uzun vadeli fon sağlanırken, toplama merkezleri ise adeta fon fazlalığının (tasarruf fazlalığının) yüksek karlı ve düşük riskli plasman tekliflerinin yöneltildiği merkezler durumundadır.

Offshore merkezleri gelişimleri bakımından dikkate aldığımızda, 1960'lı yılların başlarından itibaren, başlıca gelişmiş sanayi ülkelerinde merkezi bulunan bir çok ÇUŞ'in, yüksek oranlı vergiler ve finansal kısıtlamalar yüzünden offshore merkezleri kendilerine yeni yatırım alanları seçtikleri görülmektedir. En önemli sınıflandırma kriteri, kayıtlarda yeralan ve fonksiyonel merkezleri belirleyen hususlardır. (Parasız-Yıldırım 1994:237) Kayıtlardaki merkezler ve fonksiyonel merkezler ayrımı, bankacılık birimlerinin offshore merkezlerdeki vergisel avantajlardan yararlanma arzusunun kaynaklanmaktadır. Örneğin, Bahama ve Cayman adaları gibi merkezlerde dolaysız vergilemenin olmaması, Jersey ve Guernsey gibi merkezlerde yalnız offshore faaliyetlerde bulunan finansal kuruluşlarla, buralara kayıtlı olup başka bölgelerde ticari faaliyetlerde bulunan (external) bankaları bu merkezlere çeken önemli faktörlerdir. En önemli avantaj da bankaların kendi aralarında işlemlerde ve mukim sayılmayan kişilerin mevduatlarına ödedikleri faizin stopaj vergisine tabi olmamasıdır. (Çekinmez 1985:21) Bu ve benzeri avantajlardan yararlanmak amacıyla, parasal işlemler başka merkezlerde yapılırken, kayıtlar ilk merkezlerde tutulmaktadır. Fonksiyonel merkezler ise bankaların fiziksel bir varlığa sahip olduğu, projelerle bizzat ilgilendikleri ve geniş alana yayılan, yerel uzmanlık ve coğrafi yerleşimin ön planda olduğu yerlerdir.

1.1.7.1. Avrupa

Piyasaların ortaya çıkışıyla birlikte, coğrafi konumu, İngilizce'nin uluslararası bir dil olması, uzman bankacılık ve gelişmiş iletişim ağına sahip olması özellikleriyle Londra, piyasaların tarihi gelişiminde ve uluslararası finansmanda büyük öneme sahip bir merkez olmuştur.

Londra ve Lüksemburg gibi merkezlerde, bankalar ve müşterileri için çekici olabilmek ve yeni ve gelişen bir piyasa olmanın taşıdığı risk unsurunu telafi etmek amaçlarıyla yüksek oranlarda mevduat faizi uygulanabilmektedir. Bu konuda da Londra lider durumdadır. Fakat Almanya için bu geçerli değildir çünkü, bütün ülke içi mevduatlara tek tip düzenlemeler getirilmiştir. (Krugman 1987:628)

NewYork'la beraber adı en çok geçen Euromerkez olan Londra 1980'lere kadar piyasa işlem hacminin yaklaşık %30'una sahipti. Ancak 1981'de ABD'de yürürlüğe giren Uluslararası Bankacılık Kolaylıkları (IBF), işlemlerin yeniden ABD'ye yönelmesine neden olmuştur. (Parasız-Yıldırım 1994:236)

Ayrıca Londra, fonların kaynak ve kullanımları gözönüne alındığında, rekabet, uzmanlaşma, yerleşim ve düzenlemeler açısından taşıdığı üstünlüklerle temel merkez durumundadır. Avrupa'daki diğer önemli merkezler; Amsterdam ve Brükseldir. Ancak bunlar Londra'ya göre daha az önemlidir ve ulusal ekonomi politikalarından daha çok etkilenmektedir.

1.1.7.2. Ortadoğu

En önemli merkezler Kuveyt ve Bahreyn'dir. Bunlardan Kuveyt'te bankacılık hizmetleri gelişmiş durumdadır. Önemli petrol gelirlerine sahip ülkede, biriken gelirlerin yatırıma yönlendirilmesi ve uzun vadeli yatırımların yönetilmesi amaçlarıyla; Kuveyt Yatırım Bürosu ve 1966'da Birleşik Kuveyt Bankası'nın kurulduğu görülmektedir. Kuveyt'te yabancı bankaların faaliyetlerine de kolaylık tanınmaktadır.

Bahreyn ise, Arap ülkeleri arasında az petrol gelirine sahip olmasına rağmen, komşu ülkelerdeki bankacılık sektörüne ilişkin sınırlamalardan doğan avantajını kullanarak önemli bir finansman merkezi haline gelmiştir. Birçok uluslararası banka ile

beraber konsorsiyom bankaları da Bahreyn'de faaliyetlerini sürdürmektedir. Ülkenin offshore bir finans merkezi haline gelmesi öncelikle hükümetin 1975'teki bir direktifiyle Offshore Bankacılık Birimleri (OBUs) kurulmasını teşvik etmesiyle başlar.

Bundan önceleri de ülke ekonomisinin sadece hampetrol ihracatına bağımlı kalmaması için gerekli önlemler, ekonomik farklılaştırma programıyla alınmaya başlamıştır. Bunun içerisinde petrokimya, gemi tamiri gibi sanayilerle, orta ve küçük ölçekli işletmeler vs vardır ve ülke enerji kaynaklarına bağımlı bir ülke konumundan yüksek katma değerli ürünler üretebilir hale gelmiştir. Böylece petrol üretiminin GSYH içinde payı 1975 ile 1991 arasında %36'dan %18'lere düşmüştür. (Guide to Offshore Finance 1994:13) Bu canlı ekonomik yapı ile birlikte, daha liberal bir finansal ortam ve yabancı yatırımların girişini özendirici nitelikteki kurumlar mevzuatı esnekliği, gelişmiş iletişim ve ulaştırma ağına sahip önemli bir finansal merkez olmasına yardımcı unsurlardır. Yukarıda sözünü ettiğimiz OBU'ların ülke ekonomisindeki yerleri, ticari bankaların tabi olduğu kısıtlamalar olmaksızın avans verme ve mevduat toplayabilme yetenekleri olduğundan kısa sürede, aktifleri 1983'te 60 milyar ve işlem hacimleri de 1990'da 3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. (Bryant 1987:135) Ülkede, çeşitli Arap ve Asya ülkelerinden ve birçok Avrupa ülkesi yanında ABD'den de çok sayıda banka şubesi faaliyet göstermektedir. (Guide to Offshore Finance 1994:14)

1.1.7.3. Uzakdoğu ve Asya Dolar Piyasası

Uzak Doğu ve Asya'daki dolar fonlarını, Eurodolar piyasası ve bölge ülkelerine aktarma işlevi gören, 1968'de kurulan ve çok hızlı bir gelişme gösteren, en önemli merkezi Singapur olan bu piyasa, işlem hacmi ve sağlanan hizmetler bakımından, Avrupa'daki benzerlerinden daha sınırlıdır.

Hong Kong ve Singapur bu piyasadaki belli başlı merkezlerdir. Hong Kong'un önemli bir finansman merkezi haline gelmesi, bölgenin sermaye ithal eden, G. Kore, Filipinler ve Tayvan gibi ülkeler grubunun ortasında yer almasıyla yakından ilgilidir. Ayrıca piyasa, uzman bankacılık, iletişim ve aracı kurumlar açısından oldukça ileri bir düzeydedir.

Singapur'a gelince, şehir devlet görünümündeki bu ülke Asyadolar Piyasasının odak noktası niteliğindedir. Bu piyasa Uzakdoğu'daki merkezlerin ellerindeki dolar birikimlerinin artmasıyla ortaya çıkmış bağımsız bir piyasadır. Londra ve Bahreyn'le beraber en önemli finansal merkezler arasında yeralan Singapur'da finansal işlemlere tanınan kolaylıklar bu alanda ülkeye ayrı bir üstünlük kazandırmaktadır. Öte yandan, Singapur'daki finansal kurumlar, "Asya Para Birimine (ACU) dayanan mevduatları kabul etme yetkisine sahiptir.

Offshore piyasaların gelişiminin üç temel nedeni vardır: Birincisi, ABD dolarının uluslararası ticaret ve finansmandaki rolü nedeniyle bu paranın, yatırım ve işlem amaçlı talebinin artmasıdır. Bunun temelinde de dolar işlem maliyetinin düşmüş olması vardır. İkincisi, ABD'de mevcut olan "karşılık oranları" gibi kısıtlayıcı düzenlemelerin offshore piyasalar için geçerli olmamasıdır. Üçüncüsü, merkezlerin dünya bankacılık sektöründeki tarihi yerleri ve kazanılmış birikimleri yanında, müşterilere ulaşımı kolaylaştıran coğrafi yakınlık gibi unsurların varlığıdır.

Genel olarak UFP için de geçerli olan bu etkenlerin dışında, söz konusu merkezlerin gelişimi, bazı kurumsal ve yasal düzenlemeler (kolaylıklar) ile olmuştur. Örneğin, yukarıda sözünü ettiğimiz Bahreyn'de 1970'lerde kurulan OBU's, Bahamalar'daki vergi kolaylıkları ve Singapur'daki yerleşik olmayanları vergiden muaf tutan 1968 düzenlemeleri bunların en önemlileridir. (Bernauer 1986:191)

1.1.7.4. Orta Amerika

En önemli merkezler; Panama, Bahama ve Cayman Adalarıdır. Panama; coğrafi konumu, politik istikrarı, iletişim ağı ve bankalara tanınan sınırsız imkanlar bakımından avantaja sahiptir. Bahama ve Cayman Adaları ise vergi ayrıcalıkları nedeniyle Amerikan şirketleri için adeta vergi cenneti konumundadır.

Bahamalar, 1960'dan bu yana, karşılık oranları gibi zorunlulukların ve vergi kısıtlamalarının olmaması ve bunlardan da önemlisi adanın politik istikrarı ve ABD'ye yakın olması nedeni ile hızlı bir finansal gelişim göstermiştir. Bu özellikleriyle bir vergi cenneti konumunda olan takımadalarda, bankacılık sektörü toplam 200 milyar dolarlık

aktif tabanı ve %11'lik sermaye/öz varlık oranı ile dünyadaki merkezler arasında ilk on içerisinde yer almaktadır. Bu çekici düzenlemelerin etkisiyle yabancı bankaların şube sayılarında önemli artışlar olmuştur. (36 değişik ülkeden banka şube açmıştır). Yukarıda değinilen kolaylıkların en önemlisi, tahvil ihraçlarında gereken teminat limiti 2500\$ ile sınırlanırken, ihraç harcının da % 0.25'te tutulmasıdır. (Guide to Offshore Finance, 1994:8)

1.1.8. Bankalararası Piyasa

Eurodolar piyasasındaki bankalar, fon arzedenden ve talep edenleri doğrudan değil de brokerler aracılığıyla bir araya getirirler. Çok sayıdaki uzmanlaşmış bankanın (Eurobankanın) oluşturduğu işlemlerin yer aldığı piyasaya bankalararası (İnterbank) piyasa denmektedir.

Europiyasalardaki işlemler, toptan ve perakende bankacılık işlemleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bankalar dışındaki ticari firmalarla büyük bankalar arasındaki işlemler toptan işlemlerdir. Perakende bankacılık işlemleri ise daha küçük firmalar, Doğu Avrupa Ülkeleri ve GOÜ ile bankalar arasındaki işlemleri içermektedir.

Bankalararası piyasadaki işlem hacminin giderek artışıyla, uluslararası para piyasalarındaki fonların etkin ve esnek bir biçimde dağılımı sağlanmaktadır. İşlem hacmindeki genişlemenin nedeni de, başlangıçta sadece büyük uluslararası bankalar piyasada yer alırken, giderek başka ülkelerden bankaların katılımıdır. Yani, bir yandan fon arz eden kuruluş sayısı artarak rekabet unsuru doğmakta ve kredi faiz oranları da son derece düşük düzeylere inmektedir. (Parasız-Yıldırım 1994:238)

Bu piyasa Europaraların bankalar arasında akışına, hızlı ve etkin ödünç verme ve alma yoluyla aracılık eden uluslararası düzeyde bir piyasadır. Piyasada krediler genellikle 12 saat ile 6 ay arasında değişen kısa vadelere sahip olup ortalama 1 milyon dolar civarındadır. Bankalararası işlemler ise yapılan iş itibarıyla, ya döviz alım satımı ya da mevduat kabul etme -kredi sağlama biçimlerinde gerçekleşmektedir. Piyasadaki işlemler bir paranın diğerine çevrilmesini gerektirmediğinden döviz piyasalarına bağımlı bir piyasa değildir.

Bankalararası piyasada ölçek; elli ülkeden bin kadar bankayı içerdüğinden, son derece geniş olduğu için Euro mevduatların vade, miktar ve risklerinin optimum düzeyi daha kolayca belirlenebilmektedir. Europara piyasasındaki işlemlerin çoğunluğunun bankalararasında yapıldığını söylemek yanlış olmaz, çünkü Europara mevduatlarının yüzde yetmişi bankalara aittir.

Bunun yanında piyasanın en duyarlı yanı içerdği risklerdir. Bankaların özelliklerine göre ve piyasadaki faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkan banka riskine ilaveten, sistemden kaynaklanan riskler de mevcuttur. Banka riski, kredi ve fon bulma riskinden ibaret olup, bankalararası piyasayla etkileşimden dolayı, zincirleme geçişlerle bankacılık sistemini krize sokabilme özelliğine sahiptir. Bu yüzden bankalar kredibilitelerine göre sınıflandırılırlar.

1.1.9. Europara Piyasasının Uluslararası Para Sistemi Üzerindeki Etkileri

1.1.9.1. Olumlu Etkiler

Kısa vadeli sermayelerin, daha etkin bir şekilde uluslararası dağılımına katkıda bulunma özelliğinin yanı sıra, Europara piyasası, uluslararası haberleşme ağının hızlı gelişimine, sermayenin ulusal ve uluslararası faiz oranları farklılığına duyarlılığının artmasına, ölçek ekonomilerinin oluşumu ve verimlilik artışıyla maliyetlerin azalmasına yardımcı olmaktadır.

Mali işlemlerdeki etkinliğin artmasıyla da toplam sermaye birikimi ve tasarrufların kullanım alanlarına dağılımı üzerinde olumlu (çekici) etki yapmaktadır.

Uluslararası atıl likidite kaynakları akışkan hale gelmekte, mevcut likiditeye de en iyi dolaşım olanağı sağlanmakta ve sonuçta uluslararası işlemlerin finansmanına yönelik likidite gereksinimi azalmaktadır.

Europara piyasasının gelişimiyle, dolarla finansmanda ABD bankalarının tekeli kırarak uluslararası yatırımların sağladığı getirilerin adil dağılımına ve merkez bankalarından bağımsız likidite rezervi sunum olanağı ve bankacılık hizmetlerinin gelişimine tanık olmaktadır.

1.1.9.2. Olumsuz Etkiler

Olumsuz etkiler konusunda ileri sürülen belli başlı tez; dünya enflasyonuna likidite hacmini artırmakla yaptığı katkıdır. Ancak bu konuda biraz daha ileri gidip dünya çapındaki enflasyonun tek nedeni olduğunu söylemek tam anlamıyla doğru değildir. Sadece marjinal bir katkıdan sözedilebilir. Böyle bir olumsuz etki yanında, ÖB açığı çeken GOÜ için borçlanma olanaklarının artması ve mevcut borçların ertelenmesi olanağının tanınması, özellikle Petrol Şoku sırasındaki finansal güçlükleri daha kolay atlatılmasını sağlama gibi olumlu etkileri de söz konusudur. Başlıca olumsuz etkiler aşağıdaki başlıklar altında verilmeye çalışılmıştır.

i. Mali Kriz Riski: Uluslararası mali aracı kurumların, ulusal kurumların bağlı olduğu denetimden bağımsız oluşu beraberinde bir takım riskler getirmektedir. Örneğin kısa vadeli sağlanmış Eurofonların orta vadeli finansmanda kullanılması sakıncalı olabilmektedir. Çünkü sermaye transferine kısıtlamalar getirildiği zamanlarda dövizle ödeme yapmak zorlaşmaktadır.

Ayrıca, piyasada egemen para dolar olduğundan, bu paraya olan güvenin sarsıldığı dönemlerde başka paralara kaçış ve çöküntülere de neden olabilir. (Cangöz-Haziroğlu 1993:29)

ii. Likidite Hacmi Üzerindeki Etkisi: Bu etki ulusal ve uluslararası olmak üzere iki yönlüdür. Birincisinde dış ticaretin finansmanı amacıyla alınan Europaralar, uluslararası likiditenin genişlemesine, bu da uluslararası para sistemi üzerinde istikrarsızlığı artırıcı etkilere neden olmaktadır. İkinci durumda ise; iç işlemlerin finansmanı amacıyla sağlanan fonlar iç piyasada ulusal para arzını artırıcı etkide bulunmaktadır. Bu da para politikası kredi yönetiminde merkez bankalarının etkinliğini ve egemenliğini azaltıcı etki yapabilmektedir. Her iki durumda da sonuç enflasyonist baskıdır. Birinci durumda sermaye ithali sonucunda ÖB fazla verir. İkincisinde ise Europaraların ulusal paraya çevrilmesiyle dolaşımdaki para miktarı artar.

Bunun önlenmesi için bazı ülkelerde Eurodövizlerle ilgili olarak bankaların ayıracakları teminatı (zorunlu karşılıklar) yükseltmeleri, ticari bankaların Europaraları yalnızca ulusal paraya dönüştürmek için almalarını yasaklamaları ve Europaraları açık piyasa işlemlerinde araç olarak kullanmalarını görmekteyiz.

iii. Para Politikasının Ulusal Ekonomi Politikaları Amaçları Üzerindeki Etkinliğini Azaltma: Döviz kurlarındaki dalgalanmalarla spekülasyonluk etkinlikleri özendirilen uluslararası para piyasası buna ilaveten yurtiçi faiz oranları etkisi ve ÖB dengesizliklerini gidermek yerine bu tür dengesizliklerin geçiştirilmesini sağlamak gibi etkilere de sahiptir (Özbek 1981:49). Bu üç şekilde olmaktadır; Birincisinde, bazı ülkelerin mali araçlara önemli derecede özgürlük tanımaları ve geçici istikrar sağlayıcı önlemler üzerinde durmaları Europiyasaların gelişimini olumlu yönde etkilemiştir.

İkincisi; yatırımcılar açısından çekici özelliği olan faiz oranlarının varlığı ve bunların para politikasının işlevini değiştirme etkisinin olmasıdır. Eurobankalar, munzam karşılıklar ve sigorta primleri gibi yasal düzenlemelerden bağımsız olduklarından kaynak maliyetini düşürebilmekte ve topladıkları mevduata da rahatlıkla yüksek faiz ödeyebilmektedirler. Bu da yatırımcıların piyasaya yönelmelerini çekici kılmaktadır. (Fells-Sutija içinde Herrings 1991:68)

Üçüncüsü; finansman açığı ya da fazlası olan birimlerin, kredibilite önkoşullarına sahip olmak koşuluyla her zaman Europiyalara başvurma olanakları vardır. Bu da ulusal para politikalarını etkilemektedir.

Son olarak; Europiyalardaki spekülasyonun, aşırı güçlü paraları daha güçlü, zayıf paraları da daha zayıf hale getirdiğini söylememiz gerekmektedir.

1.2. EURONOTE PİYASASI ARAÇLARI

Eurotahvil piyasalarına geçmeden önce birçok kısa vadeli ve orta vadeli borçlanma araçlarını bünyesinde toplayan Euronote piyasasına da kısaca değinmek istiyoruz. Ayrıntılarına bir sonraki bölümde ineceğimiz söz konusu piyasada, Euro-ticari senetler (Eurocommercial papers:ECPs), Euromedium-term notes (EMTNs),

note issuance facilities (NIFs) ve revolving underwriting facilities (RUFs) gibi finansal araçlar yaygın şekilde kullanılmaktadır.

Bunlardan ECP'ler 1970'te kullanılmaya başlamış ve günümüzde milyar dolarlarla ifade edilen işlem hacmine ulaşmıştır. Özünde kısa vadeli bir borçlanma aracı olan ECPlar, çıkaran kurumun alıcıya belirli miktar parayı belli tarihte ödeme taahhüdüne tabidir. EMTNler 1980'lerde kullanılmaya başlanmış olup, kısa vadeli ECP'lerin daha uzun vadeliyle, örneğin 9 aydan 10 yıla, dönüştürülme gereğinden kaynaklanmıştır.

RUF'de ise orta vadeli bir ECPnin, vadeli bir sendikasyon kredisi ile ciro edilmesi (gerçek bir ödünçten ziyade bir stand-by olanağı vardır) esası vardır. NIF'lerdeyse yine orta vadeli bir ticari senedin kurumların adına yazılı fakat belli bir harç karşılığı alım satım ve stand-by kredi anlaşmalarının sağlanmasının da bankaların teminatı altında olduğu bir sistemi görüyoruz. (Demirağ-Goddard 1994:19-20)

Genelde, 1980'lerde ortaya çıkan ve yaygınlaşan bu borçlanma araçları, ABD'den Kuzey Avrupa ve Y.Zelanda'ya kadar bir çok ülkede, Chase ve Bankers Trust, Merrill Lynch ve Goldman gibi büyük finansman kuruluşlarının aracılığı ile kullanılmaktadır. (Fettahoğlu,1991:71)

1.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER'İN BORÇLANABİLME KOŞULLARI

Europara piyasasındaki yerleri ve önemi giderek artan GOÜ'e kredi açan kuruluşlar ve finansal çevrelerce geliştirilmiş belirli esaslar şunlardır:

- GOÜ'in kalkınma düzeyi,
- GOÜ'in iç ve dış borçlarının idare ve kontrolü konularında gösterdiği mali etkinlik,
- Gelişmiş ülkelerde uygulanan düzenleyici politikalar ve uygulamalar.

Borçlanma kapasiteleri açısından GOÜ beş kategoride değerlendirilmektedir: Birincisi; çok düşük gelir düzeyine sahip bazı GOÜ. Bunlar ancak Uluslararası Kalkınma Örgütü'nden (IDA) borçlanabilmektedirler. Bu ülkelerde GSMH ve ihracat artış hızları çok düşük, iç tasarruf düzeyleri ve dış borç ödeme olanakları da çok sınırlıdır. Bu yüzden Euro piyasalardan borçlanma olanakları hemen hemen yok denebilir.

İkinci grupta ise çok sınırlı düzeyde borçlanma olanağına sahip ülkeleri görmekteyiz. Tatminkar bir büyüme hızına karşın kişi başına gelirin düşük olduğu bu ülkelerin en önemli borç kaynağı Dünya Bankası'dır. İç tasarruf düzeyleri her ne kadar gelişme gösterse de bu iç yatırımları finanse edecek düzeyde değildir.

Üçüncü grupta, orta vadeli kredilerini Eurokredi piyasasından ve üst düzey koşullu borçlanmasını da (hard loans) Dünya Bankası'ndan yapabilen, görece borçlanma yeteneği olan ülkelerdir. Söz konusu ülkelerde GSMH artışı ve ihracat kapasitesi ortalama bir düzeyde, dış borç ödeme kapasitesi ve tasarrufların yatırımları karşılama düzeyi de yeterli durumdadır.

Dördüncü aşamadaki ülkeler içinse şunları söyleyebiliriz: Bunlar kişi başına milli gelirin yüksek olduğu, milli gelir ve ihracat kapasitelerinin sürekli yükseldiği ve uluslararası piyasalardan uygun koşullarda borçlanabilen ülkelerdir. Sağlanan kredilerin çoğunluğunu özel ticari bankalar ve çeşitli finans kuruluşlarının oluşturduğu borç verme birliklerinin (kredi sendikasyonlarının) sağladığı fonlar teşkil etmektedir. Bunlarda iç tasarruflar yatırımları finanse edebilecek ve dış borç ödemelerine de yetecek düzeydedir.

Beşinci kategorideki GOÜ, milli gelir artış hızları dünya ortalamasının üzerinde, ihracat kapasitesi artış hızı da oldukça yüksek olan ülkelerdir. Borçlarını vadesinde zorlanmadan ödeyebilen bu ülkelere "geniş faydalanıcılar" da denmektedir. (Hedili 1983:83)

Buraya kadar sıraladığımız bilgiler ışığında şunları söyleyebiliriz; GOÜ'nin Europara piyasalarından borçlanmalarında gelişmişlik düzeylerinin büyük önemi

vardır. Bundan başka ihracat kapasitesi artış hızı ve kişi başına düşen gelirin de önemli etkenler olduğu yapılan çalışmalarda ortaya konmuştur. Kredi veren kuruluşların gözönünde bulundurduğu kriterler arasında dış borç ödeme kapasitesi, dış borç yükü ve uluslararası piyasalarda kredi verilebilirlik sıralaması (credit worthiness) gibi faktörlere dayandırılan iç tasarruf eğilimleri, mali kurumların yönetimindeki etkinlik sayılabilir.

Ayrıca ülkelerin mali statüleri ve kredi verilebilirlikleri açısından da sıraya konduklarını görmekteyiz. Burada da kamu harcamaları ile para politikası uygulamalarındaki etkinlik, enflasyonist eğilimleri kontrol etmedeki ve kredilerin uygun alanlara yönltilmesindeki başarıları izlenmekte ve değerlendirilmektedir.

1.3.1. Europara Piyasaları'nda GOÜ'in Yeri

GOÜ'in uluslararası finans piyasalarından borçlanmaları daha çok uluslararası bankalardan kredi sağlamak şeklinde olmakta, tahvil piyasalarından borçlanma sınırlı kalmaktadır.

Dünya Bankası rakamlarına dayanan borçlanma miktar ve yüzdelerine göre piyasadan en çok borçlanan 8 ülke şunlardır: Cezayir, Arjantin, Brezilya, Meksika, G. Kore, Filipinler, İspanya ve Venezuela. borçlanabilirlik düzeyi ülkeye göre değişmekle beraber (az sayıda GOÜ yüksek miktarlarda borçlanabilmekte), GOÜ'in piyadaki yeri ve önemi artmaktadır. Rakamsal verilere göz attığımızda söz konusu ülkelerin payının 1975-78 arasında üç kat arttığı, 1979'da ise bir miktar düşüş kaydettiği gözlenmektedir. Ülke gruplarına göre kredi kullanımına baktığımızda GOÜ'in %51-60, endüstrileşmiş ülkelerin %30-41 oranlarında pay sahibi olduğunu görürüz. (Hedili 1983:87)

Europara piyasalarından sendikasyon kredileri yoluyla sağlanan fonların, 1970-87 arasında, GÜ ve GOÜ açısından gelişimini incelediğimizde şu rakamları görmekteyiz: GÜ 1970'de 4.2 milyar \$ olan borçlanma tutarlarını 1985'de yaklaşık 200 milyar \$'a çıkarırken, GOÜ aynı dönemde 0.5 milyar \$'dan başladıkları borçlanma rakamlarını 1981'de 64 milyar \$'a çıkarmış ancak 1986'da 21 milyar \$'a

düşürmüşlerdir. (Fisher 1988:9) Açıkça görüldüğü gibi, GÜ'nin piyasada payı artarken, GOÜ'nin payları azalmıştır.

Yukarıda saydığımız az sayıdaki ülkenin yoğun olarak piyasadan borçlanmasını bunların petrol zenginlikleri ve endüstrileşmiş ülkelerle olan doğrudan yatırımları ile açıklamak yanlış olmaz. Yoksa GOÜ'nin tamamının, bu piyasalardan ağırlıklı olarak borçlandıklarını söyleyemeyiz.

Değişken faiz esasına dayanan ve faiz oranları altı ayda bir belirlenen Eurokrediler Europiyasaların en önemli finansal araçlarıdır. Europara faiz oranları, Eurobankaların Euro piyasalardan sağladıkları mevduatlara ödedikleri faiz oranlarıyla yakından ilgilidir. (İnterbank deposits; libor). Vadesi bir yıla kadar uzanan bu mevduatlara ödenen faiz oranları genelde LIBOR (London Interbank Offered Rate) diye adlandırılırken; uluslararası bankacılığın gelişmesiyle ortaya çıkan New York, Singapur ve Kuveyt gibi finansal merkezlerde uygulanan oranlar da NIBOR, SIBOR VE KIBOR gibi adlarla anılmaktadır.

Bankalar, kar peşinde olan kurumlar oldukları için kredi faizlerini belirlerken, mevduata ödedikleri faiz oranına belli bir ek faiz isterler. Bu orana "spread" denir. Kısaca tanımlamak gerekirse spread, uluslararası banka ödünçlerinde ödünç alan tarafın alacaklıya ödediği, borcun asıl faiz oranına eklenen bir marjdır. Marjın büyüklüğü; borçlunun kredi itibarı, ülkeler arasındaki risklilik farkları ve faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki hükümet kısıtlamaları gibi faktörlere bağlıdır. Bunlardan kredi itibarının düşüklüğü marjın artmasına, yurtiçi faiz oranlarına getirilen karşılık oranı ve sigorta primi gibi düzenlemeler fon maliyetinin artışına ve arbitraja neden olur. Finansal aracı kurumlar tarafından yürütülen işlemlerde ise spread, işlemi yürütmenin bedeli (maliyeti) dir.

Euro krediler, kısa vadeli fonları uzun vadeli fonlara dönüştürme özelliğine sahiptir. Bu konuda da bankaların kaynakları ile plasmanları arasında, kredi faizinin, mevduata ödenen faize yani Libor'a göre altı ayda bir yeniden düzenlenmesiyle denge kurulmaya çalışılır. Bu tür bir uygulama ile vade boyunca ortaya çıkabilecek faiz dalgalanmalarından korunma ve riskin borçlanana aktarılması sağlanmaktadır. Ayrıca

"milyar dolarlar" gibi büyük miktarlara ulaşan kredilerin tek banka tarafından sağlanmasının imkansızlığı nedeniyle birçok bankanın biraraya gelerek sunduğu orta vadeli sendikasyon kredileri de aynı şekilde riski kendi arasında paylaşan ve dağıtan etkilere sahiptir.

1.3.2. Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Eurokredilerin Gerçekleşmesindeki Etkisi :

IMF'nin piyasalara doğrudan bir etkisi olmayıp, dolaylı etkilere sahiptir. Fon'un temel amacı kambiyo istikrarsızlığı ve geçici ödemeler dengesi sorunu olan ülkelere, başvurulduğunda belirli politikaları önermektir. Bunlar bilindiği üzere; devalüasyon, ithalatın liberalizasyonu ve ihracatın teşviki ile enflasyona karşı kısıtlayıcı maliye ve para arzını daraltıcı politikalar uygulanmasıdır. Aslında burada IMF'nin rolü, doğrudan doğruya kendi verdiği kredilerle değil de, istikrar tedbirleri uygulanmasının başarılı olup olmamasına göre ülkenin piyasalardan borçlanabilmesi için, diğer uluslararası finansal kuruluşlara yeşil ışık yakarak olanak tanıması ile ilgilidir. Bu açıdan bakıldığında piyasa üzerindeki etkisi önemlidir. (Tekin 1988:169)

Uluslararası para sistemini reforme etmek amacıyla IMF Ana Sözleşmesinde gerçekleştirilen 1976 Jamaika Değişikliği'nin Dördüncü maddesi, sürekli ve istikrarlı bir ekonomik yapı için, istikrarlı bir döviz kuru sistemi oluşturulmasını öngörüyordu. Buna göre, üye ülkelerin kur politikaları yakından izlenecek ve onlara önderlik edecek ilkeler getirilecektir. Bu ilkelerin başlıcaları şunlardır:

- Üye ülkelerin izleyecekleri kur politikaları diğer üyelerin çıkarlarına ters düşmemelidir,

- Dalgalanmalardan doğabilecek zararların aşılması için üye ülkeler piyasalara müdahale edebileceklerdir. Bu müdahaleler de; ÖB dengesizliklerinin giderilmesi aşırı ve sürekli ödünç alma ve verme yetkisi, sermaye giriş çıkışlarının denetimi gibi durumlarda söz konusu olabilecektir. Fon, gözetim fonksiyonu dışında ÖB denkleştirme politikalarını da izleme fonksiyonuna sahiptir. (Parasız 1980:220-7)

Günümüzde, Fonun temel işlevlerinden biri de üye ülkelerin geçici dış ödeme açıklarının giderilmesi için kısa vadeli finansman sağlamaktır. Ancak dış açıkların denkleştirilmesi ve makroekonomik politikalar uygulanması gibi durumlarda kısa vadeli kaynaklar yetersiz kalmakta ve orta vadeli kaynak sağlama gereksinimi doğmaktadır. 1980 sonrasında geçerlik kazanan Yapısal Uyum Kredileri ile Fon, bu gereksinimi kısmen karşılamaya başlamıştır.

Üye ülkelerin Fonun kaynaklarından yararlanmaları kotalarca belirlenen krediler ve kendi ulusal paraları karşılığında istediği ülke parasını çekmeye izin veren Özel Çekme Hakları (SDR: Special Drawing Rights) çerçevesinde olur. IMF üye ülkelere ulusal paranın belli bir oranı karşılığında, faizsiz ve devredilemez borç senedi verebilir. Kredi politikası üst kredi dilimleri için koşulluluk (conditionality) ilkesine dayanan Fon, borçlanan ülkeden “niyet mektubu” ister. İçerisinde ülkenin uygulayacağı politikalar ve istikrar programı olan bu belgenin sunulması ve stand-by anlaşması ile kredi gerçekleşir. (Parasız,1994:115) Fon kredilerinin ilk dilimlerinden yararlanmak ise koşullara bağlı değildir.

1.4. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI

Bir yıldan uzun vadeye sahip fonların, büyük işletmeler, kamu kuruluşları ve çokuluslu şirketlere (ÇUŞ), ulusal piyasaların kısıtlayıcı iç koşullarından daha esnek olanaklarla sağlandığı piyasalara Uluslararası Sermaye Piyasaları denir. Bu piyasalardan borçlanmak özellikle daha dar olan iç piyasa faiz oranlarının uluslararası piyasalardan yüksek olduğu durumlarda daha çekici olmaktadır. Bu piyasalar büyük çaplı firmaların ve ulusal sınırlamalardan kaçan ÇUŞ'in en önemli uzun vadeli finansman kaynaklarındandır. Burada işlemler, ödünç alanın ve verenin ulusal paraları dışındaki bir parayla gerçekleşir ve plasmanlar uluslararası bankalar sendikasyonunca (konsorsiyum bankaları) bir çok ülkenin tasarruf sahipleri nezdinde gerçekleştirilir. (Parasız 1986:463)

Uluslararası Sermaye Piyasaları (USP), ulusal piyasalardan tamamen bağımsız olmadığı gibi, uluslararası piyasalarla da tam anlamıyla bütünleşmemiştir.

Bugünkü anlamıyla modern USP'nın oluşumu, 1820'de Rotchild Firmasının gelir ve sermayeyi Sterlinle ifade eden bir yabancı ödünç fikrini geliştirmesine dayanmaktadır. Bu uygulamayla, daha önce sürekli kur riskinden kaçınan İngiliz Bankaları, bu yükü Londra piyasasından borçlanan yabancılara aktarmaya başlamışlardır. 1895-1914 arasında Paris de önemli bir merkez haline gelmiş, bunu 1915'ten sonra New York Piyasaları izlemiştir. (Tekin 1988:128) Fakat 1929 Ekonomik Bunalımı ve 2. Dünya Savaşı sonucu ülkelerin döviz kontrollerine gitmeleri bu piyasaların gelişimini 1960'lara ertelemiştir. (Krugman 1987: 636) Bugün bile ülkelerin sermaye çıkışını kontrol altında tutabilmek için çeşitli düzenlemeleri kabul ettiklerini görüyoruz. Örneğin OECD ülkeleri, bağlayıcı olamasa da, "Sermaye Hareketleri" ve "Görünmeyen Cari İşlemlerin Liberalleştirilmesi Kodları"nı kabul etmiş durumdadırlar.

Yeni USP ABD'nin kısıtlayıcı kanunlarıyla 1963'te doğmuştur. (Tekin 1988:132). Bundan önce ihraçlar New York'ta yapılıp, İsviçre ve İskandinav ülkelerinde satışa sunulmaktaydı. ABD'deki Faiz Eşitleme Vergisi (Interest Equilation Tax:IET) ve Regulation Q gibi düzenlemelerin etkisiyle mevduatlar Avrupa'ya kaymaya başlamıştır. IET ile, yabancı yatırımcıların ABD Piyasalarından tahvil ihracı yoluyla fon transferleri sınırlandırılırken, Q Düzenlemeleriyle de, kredi talepleri USP'dan ABD iç piyasasına kaymış, sonuçta yüksek boyutlara ulaşan dolar çıkışını önlemek için Başkan Johnson Gönüllü Yabancı Kredi Kısıtlamalarına (Voluntary Foreign Credit Restraints:VFCRs) başvurmuştur. Bütün bunlar fonların ABD'den Avrupa'ya özellikle Londra'ya yönelmesine neden olmuştur. (Parasız 1994:233)

1.4.1. Eurotahvil Piyasaları

Uluslararası piyasalardan borçlanmanın bir başka yolu da Euro-tahvil ihrac etmektir. Tahvil piyasalarından borç sağlayan birimler arasında ÇUŞ ve büyük ulusal firmalardan oluşan özel kuruluşlarla, merkezi hükümetler, yerel yönetimler, kamu iktisadi kuruluşları (KİT'ler), uluslararası kalkınma bankaları gibi resmi ya da gayri resmi kuruluşları saymak mümkündür.

Eurotahviller dayandıkları parayı çıkaran ülkeler dışında satışa sunulurlar. Aynı anda bir çok ülkede satışa sunulan Eurotahviller, ada göre değil, taşıyana göre (bearer form) düzenlenirler. Tahvillerin ihraç işlemi Eurokredilerde olduğu gibi kredi sendikasyonları (yükleniciler grubu) tarafından yürütülür. Yine benzer bir prosedürle, öncü banka, çeşitli ülkelere ticari ve yatırım bankaları ve aracı kurumlardan yükleniciler grubunu oluşturmaya çalışır. Bunlardan her biri kendi payına düşen miktarı, ulusal piyasasında pazarlamaya çalışır. Katılımcı bankalar kredinin tamamı veya bir kısmının dağıtılmasını üstlenmiş olurlar.

Burada Eurotahvil ile yabancı tahvil arasındaki ayrımı belirtmek gerekmektedir:

1.4.2. Yabancı Tahvil Piyasası

Sermaye girişini teşvik etmek amacıyla, ulusal para birimine göre çıkarılmış ve ulusal piyasalarda plase edilen, fakat yabancıların da satın alınmasına izin verilen tahviller Eurotahvil kapsamı dışındadır ve yabancı tahvil diye adlandırılır. En önemli fark yukarıda da değindiğimiz gibi, yabancı tahvilin dayandığı para biriminin ait olduğu ülke sınırları içinde satılmasına karşılık, Eurotahvilin söz konusu ülke sınırları dışında satışa sunulmasıdır. Ayrıca yabancı tahvilde, Eurotahvilden farklı olarak, piyasalar için bir takım düzenleme ve kısıtlamalar söz konusudur. Fon sağlamak isteyen firmanın bir dizi para birimiyle bir grup yabancı ülkeden, eşanlı olarak, yabancı tahviller kümesi kullandığına tanık olabilmekteyiz.

Yabancı tahvil arzedan kuruluşları incelediğimizde, şirket veya hükümet kuruluşlarını görmekteyiz. Son yıllarda piyasanın önde gelen pazarı olan Amerikan "Yankee" piyasası bu üstünlüğünü İsviçre'ye bırakmaktadır. Toplam işlemlerin yarısının gerçekleştiği piyasayı Türkiye'nin de "Samurai" tahvilleri denen araçlarla borçlandığı Japon piyasası izlemektedir (Ersan 1985:27).

Yabancı tahvildeki en önemli özellik, bağlı olduğu para biriminin ait olduğu ülkede, ulusal mevzuata bağlı olarak çıkarılmasıdır. Bazı ülkelerde (İsviçre, Hollanda ve Almanya gibi) bunlara ilaveten, ihraç işleminde bulunacak şirketin beklemesini gerektiren "sıralandırma" (queuing) sistemi vardır.

Herşeyden önce "güven" unsuruna dayanan yabancı tahvil ihracı, 1960'lara kadar yalnızca hükümet kuruluşlarına açık bir yöntem iken, Amerikan ÇUŞ'nin girişiyle özel kuruluşlara da açık hale gelmeye başladı.

Yabancı tahvil ihracında da kredi sendikasyonuna benzer bir yüklenim söz konusudur. Yüklenim (underwriting) işleminin ise tam ve kısmi yüklenim olarak ikiye ayrıldığını görmekteyiz: Tam yüklenimde, yüklenici grup, alıcılarına satamadıkları tahvilleri kendileri almayı taahhüt ederler; yani kredi kesindir. Kısmi yüklenim veya "en iyi çaba yönteminde" ise tahvil sendikasyonundaki bankalar satamadıkları tahviller için tam bir taahhütte bulunmazlar ve bu da yöntemin tercih edilebilirliğini azaltır.

Ödünç alanın yerine konsorsiyum bankalarının kredi itibarının dikkate alındığı sendikasyon yönteminde, fon sağlamak isteyen fakat uluslararası kuruluşlarca yeterince tanınmayan kuruluşlar piyasalara çıkma olanağı yanında, ödünç alıcının tek bir kaynaktan sağlayamayacağı miktarda fonu elde etme olanağına kavuşması ve bankalar açısından da riskin dağıtılması ve yüksek getiriler sağlanması gibi karşılıklı faydalar söz konusu olmaktadır.

1.4.3. Eurotahvil Piyasası'nın Doğuşu ve Gelişimi

New York, 1960'lara kadar kendi ulusal kaynakları dışında fon sağlayanlar için, en önemli mali merkez durumundaydı. Özellikle, Avrupa'daki Amerikan şirketleri, düşük işlem maliyeti nedeniyle, yabancı tahvil ihracı yoluyla bu piyasayı yoğun biçimde kullanıyorlardı. Ancak, 1963'de Kennedy yönetimince, Amerikalı yatırımcıların satın alacağı yabancı tahviller üzerine konan "Faiz Eşitleme Vergisi" bu durumu tamamen ortadan kaldırmıştır.

Europara piyasasının gelişimi konusunda değindiğimiz gibi, Eurotahvil piyasası da bir takım kısıtlayıcı uygulamalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Bunların en başında, da, 1960'larda ABD'de uygulamaya konan Faiz Eşitleme Vergisi (IET), New York piyasasının uzunca bir süre yabancılara kapatılması ve ABD firmalarının yurtdışına sermaye çıkarmalarına getirilen kısıtlamalar sayılabilir. Bu durumdan kurtulmak için Amerikan şirketleri 1963'ten itibaren dolara bağlı olarak çıkarttıkları tahvilleri başta

İngiltere ve Almanya birçok Avrupa ülkesine ihraç etmişlerdir. Bu eğilim Başkan Nixon'ın 1974'de IET'yi kaldırmasına kadar devam etmiş ancak bununla gelişiminden birşey kaybetmek bir yana daha da yükselme kaydetmiştir. Bu gelişim günümüzde swap (takas) tekniklerinin kullanılmaya başlanmasıyla hızlanmış; işlemlerin yaklaşık olarak %70'i bu teknikle yürütülür hale gelmiştir.

Bu arada madalyonun diğer yüzü olan Avrupa'daki gelişmelere baktığımızda; kurumsal sınırlamaların varlığı ve para birliğine yönelik olumlu girişimlerin yokluğu, Almanya haricindeki ülkelerin kendi ulusal piyasalarına öncelik vermeleri ve yabancıların borçlanma düzeylerine sınırlılık getirmelerinin, Avrupa'da bütünleşmiş bir tahvil piyasasının gelişimine zemin hazırlamaktan uzak olduğu görülür.

1963-1983 arası ihraç edilen Eurotahvil miktarı yılda ortalama 266 milyar dolara ulaşmıştır. (Fisher III 1988:10-19) Piyasanın gelişimi iki nedene bağlı olmuştur: Birincisi, ulusal piyasalardan fon sağlamak isteyen yabancı yatırımcıların varlığı, İkincisi de denetimden uzak piyasalardaki tahvillere yatırılacak Eurofonların varlığıdır. Piyasa gelişiminin bu ilk yıllarında, başta ABD birçok ülke yabancıların kendi piyasalarından borçlanmalarına, IET'ye ilaveten SEC (Security Exchange Commission) gibi engeller koyarak sürece olumlu katkıda bulunmuştur. Önemli risk ve maliyet avantajına rağmen bu kısıtlamalarla yabancı yatırımcılar önemli ölçüde caydırılmıştır.

Diğer yandan, sözü edilen kısıtlamaların 1970'lerden sonra kaldırılması gelişimi olumsuz etkilememiş aksine piyasanın olgunlaşmasına olumlu katkıda bulunmuştur. Çünkü, piyasanın gelişiminde daha önce de değindiğimiz, ABD'deki kısıtlamalar dışında faktörler de vardır. Örneğin 70'li yıllar, Petrol Krizi ve buna bağlı olarak dünya genelinde ödeme güçlüğü ve OPEC ülkelerinde de "Petrodolar" birikimine neden olduğu bir dönemdir. İhraç edilen tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinin düzenli olarak yürütülmesi, piyasanın kısmen de olsa kendini besler bir yapıya kavuşmasını sağlarken, ihraç ve satış garantisi sağlayan birimlerin yoğun rekabetiyle ihraç maliyetinin azalması kurumsal yapıyı güçlendirmiştir. Ayrıca ikincil piyasanın da arzu edilir bir düzeye geldiği görülmektedir.

Piyasadaki işlemler sırasında karşılaşılan sorunlar "kliring"sistemiyle çözülmeye çalışılmıştır. Bunlardan biri, 1968'de Morgan Guaranty Bank tarafından kurulan ve bağımsız bir yapı kazanan "Euro-clear" diğeri de 1972'de Eurotahvil ticaretinde yeralan bankalar tarafından kurulan "Cedel"dir. Ayrıca 1969'da temel amacı ikincil piyasayı düzenlemek ve alım satım işlemlerini kolaylaştırmak olan Uluslararası Tahvil Satıcıları Birliği (Association of International Bond Dealers:AIBD) kurulmuş ve alım satım işlemlerinin yöntem ve standartlarını belirlemiştir.

1990 öncesi, piyasadaki en aktif ve en çok ağırlığa sahip bankalar İsviçre bankalarıydı ve bunları Alman bankaları izlemekteydi. İsviçre bankalarının payı piyasada işlem gören tahvillerin yarısı ile 3/4'ü arasındaydı. Ancak, Sfr türünden ihraçlar, toplam piyasa hacminin 1990'da %10'na ve 1994'te de %5'ine kadar gerilemiştir. (OECD Financial Market Trends 1995:49)

Piyasaların gelişimi, Eurotahvil ihracına satış garantisi sağlayan uluslararası bankaların tutumuna bağlı olarak 1970-80 yılları arasında işlem hacmi açısından artan bir seyir izlemiştir. Eurotahviller bu dönemde piyasada işlem gören uluslararası tahvillerin yaklaşık yarısını teşkil etmiştir.

Aynı şekilde 1982 Borç Krizinden sonra kredi piyasalarındaki daralma tahvil piyasalarında yaşanmamış aksine artış kaydedilmiştir. 1982'de 75 milyar dolar civarında olan tahvil arzı, 1983'te 77 milyara ve 1984'te de 110 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Bu, 1985'in ilk yarısında ise 169 milyar dolarlık tutarla geleneksel kaynaklardan elde edilen kredi miktarını aynı dönem içinde ikiye katlamaktadır (Ersan 1985:27). 90'lı yıllarda da aynı artış eğilimi devam etmiş ve toplam tahvil ihraçları 300 milyar doların (1993) üzerine çıkmıştır. (Bkz.Tablo4) Hatta 1993 ihraçları bunun çok üzerinde; yaklaşık 450 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. (BIS 1994-95:179)

Ülke grupları ve kurumlar açısından borçlanma payı ele alındığında, OECD ülkeleri, resmi kurumlar ve GOÜ şeklinde sıralamak mümkündür. Birinci grubun payı yukardaki yılların sıralamasıyla, %84, %89 ve %87 olarak gerçekleşirken, resmi kuruluşların payı, %9.6'dan %7 dolaylarına inmiş ve GOÜ de yüzde 5'leri pek aşmamışlardır. (OECD FMTs,1995:53)

1.4.4. Eurotahvillerde Kullanılan Paralar

1970'lerde doların değeri kaybına uğramasına kadar, Eurotahvillerin bağlandığı temel para birimi dolar olmuştur. Ancak, bu gelişmeyle beraber dolarla birlikte Alman markı ve Japon yeni gibi güçlü paralar da kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca İsviçre hükümeti de o tarihlerde Sfr cinsinden tahvil ihracını yasaklamıştır.

Diğer yandan tek paranın kur riski doğurma ihtimaline karşı; tahvilin satın alımı ve kupon ödemelerinin bir paraya, anapara ödemelerininse başka bir ulusal paraya bağlı olduğu iki paraya bağlı Eurotahviller (dual currency Euro bonds) çıkarılmaktadır. Bu uygulama ile borçlanan açısından kur yükselmesi olasılığına karşı risk dağıtılırken, yatırımcı için de kur değişmelerinin avantajlarından yararlanma olanağı sağlanabilmektedir.

Bir diğer uygulama da ikili para yönteminin riski dağıtmada yetersiz kaldığı durumlarda Özel Çekme Hakları (SDR) ve Avrupa Para Birimi (ECU) gibi çok sayıda para birimine dayanan standart "para sepetlerine (money basket)" bağlı tahviller çıkarılmasıdır. Bunlardan başka seyrek de kullanılsa, Avrupa Birleşik Hesap Birimi (EURCO) ve Arap Para Birimi (ARCRU) gibi birimler mevcuttur. Bu uygulamaların temelinde de istikrarsızlıklar ve riskten kaçınma eğilimlerinin yattığı "hesap birimi" yönteminin önem kazanması vardır. Böylece paraların bir kısmında gözlenecek kur yükselmesi yanında diğerlerinde düşüş kaydedileceğinden, birleşik para sepetinin net değerinde fazla bir değişme olmayacaktır. Borcun anapara ve faiz ödemelerinde sağladığı istikrar açısından en çok kullanılan birleşik para birimi ECU'dur.

Son bir önlem yöntemi de; sahiplerine diledikleri takdirde hisse senedine dönüştürülebilecek işletme mülkiyeti ortaklık hakkı sağlayan "hisse senedine dönüştürülebilir Eurotahvil" çıkarılmasıdır. Çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde daha ayrıntılı değineceğimiz bu tür tahvillerde, beklenen getiri ne kadar yüksekse talep de o kadar yüksek olacaktır.

Kullanılan para birimleri ve tahvil türlerine ilişkin verilere son birkaç yıllık dönem itibarıyla ilerleyen sayfalarda yer vermek istiyoruz. Tablo 2'den izleyebildiğimiz

kadarıyla, 1991-94 arası dönemde toplam tahvil ihracı 317 milyar dolardan 370 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Ancak benzer şeyleri net ihracat için söylemek oldukça zordur. Çünkü 1991'deki 170 milyar dolarlık miktar bir yıl sonra büyük bir düşüş kaydetmiş ve takibeden yıllarda tedricen yükselmiş fakat başlangıç düzeyine ulaşamamıştır. Hacimdeki bu düşüş içerikteki sabit oranlı kağıtlardan dalgalı olanlara kayma şeklinde kendini göstermiştir. Borçlananların kompozisyonunda ise finansal kurumların paylarında artış olurken, bu kurumların oluşturdukları fonların payında önemli azalma görülmektedir. Para birimi bazında da Japon yeni türünden varlıkların ülke içi talebinin yükselmesine paralel olarak bu para birimine dayalı ihracat artmıştır.

Diğer yandan uluslararası yatırımcıların dikkati artan şekilde kredi koşullarına kaydığından, birinci derecede kredi değerliliği olan finansal ve endüstriyel ödünç vericilerin çekiciliği artmıştır. Ancak 1994 sonlarındaki Meksika Krizi ile L.Amerika ve Asya'nın sarsılması, ikincil piyasada keskin düşüşlere ve birincil piyasa için de olumsuz koşulların doğmasına neden olmuştur. Ancak ikincil piyasa kendini kısa sürede, piyasalardaki belirsizlik, daha yerel kredi piyasalarının varlığı ve geriye alım (repurchase) işlemlerinin gelişimi gibi faktörlerden dolayı toparlamıştır.

Fakat 1994 Şubat'ında FED'in kısa süreli faiz oranlarını artırma kararı, sabit oranlı tahviller için hassas olan birincil piyasa koşullarını altüst ederek, bu araçlara olan talebin kısa sürede şiddetli düşüş göstermesine neden olmuştur. Özetle kısa dönemler itibarıyla piyasa koşullarındaki değişimlerle, araçların türleri ve para birimleri arasında talep açısından gelgitler yaşanmıştır. Bunda da en önemli öğeler faiz ve vade yapılarındaki gelişmelerdir.

Tablo 2:Türleri Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Tahvil İhraçları 1991-1994 (Milyar dolar)

Tahvil türleri ve para birimleri	Duyurulmuş İhraçlar				Net İhraçlar				
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	1994*
Tüm ihraçl.	317.6	334.1	449.3	371.8	169.9	109.0	130.3	153.9	2,047.6
Düz-Sab.oranlı tah.	256.2	268.2	351.2	262.1	142.0	106.8	163.4	120.8	1,562
ABD Doları	75.0	86.9	105.1	66.2	27.8	37.2	51.6	27.0	465.5
Japon yeni	39.1	39.6	46.3	60.9	20.7	3.6	10.4	36.6	294
Alman markı	12.2	28.7	49.6	23.5	4.9	16.6	25.8	9.4	166.7
Dalg. Borçl. Sen.	19.0	41.7	58.5	76.5	3.4	22.4	25.2	51.3	302.9
ABD doları	4.4	24.2	35.3	38.7	-5.0	13.9	15.7	28.0	167.9
Japon yeni	1.4	3.9	5.4	7.4	0.0	2.1	2.6	7.8	23.2
Alman markı	2.8	3.5	3.9	14.1	2.7	1.9	2.3	12.4	40.7
Hisse sen.dö. tv.**	42.4	24.2	39.6	33.2	24.4	-20.1	-58.2	-18.2	182.5
ABD doları	24.9	12.9	19.5	14.8	15.0	-20.0	-56.5	-13.5	94.4
Japon yeni	0.1	0.2	3.3	3.5	-0.2	0.2	2.7	2.9	7.6
Alman markı	4.7	2.1	1.3	0.7	3.7	1.5	-2.1	-4.0	14.6
Nazım H.***	0.0	9.6	31.6	48.9	0.0	9.6	29.6	50.1	89.9

* 1994 yıl sonu stokları

** Konvertibil tahviller ve hisse senedi varantlı tahviller

***EMTN programlarıyla duyurulan tahviller.

Kaynak:BIS 65th. Annual Report,1994-95,p:179

Tablo 3: Türleri Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Menkul Kıymet İhraçları; 1991-1994 (Milyar dolar)

Net ihraçlar					
Menkul kıymet tür ve para birimleri	1991	1992	1993	1994	1994 sonu bakiyesi
Toplam ödünçler	204.8	149.4	202.5	294.1	2,453.7
Kısa vadeli kağıtlar	16.5	12.1	-6.3	3.3	114.1
ABD Doları	10.2	14.6	-8.1	-4.2	81.9
Japon Yeni	-0.3	-0.2	-0.4	2.2	2.5
Fransız Frangı	0.0	0.2	-0.3	0.0	0.0
İngiliz Sterlini	0.3	0.0	2.6	0.5	5.1
Alman Markı	1.2	2.5	-0.7	3.1	6.2
diğerleri	5.1	-5.0	0.6	1.6	18.5
Orta vadeli kağıtlar	18.4	28.3	78.4	136.9	292.0
ABD doları	7.0	11.2	31.3	40.5	104.6
Japon yeni	0.8	3.6	18.3	59.3	87.2
Fransız frangı	0.2	0.5	2.0	4.1	7.0
İngiliz sterlini	1.4	2.8	6.2	6.9	17.8
Alman markı	0.3	2.1	6.0	6.8	16.1
Diğerleri	8.8	8.1	14.6	19.3	59.3
Tahviller	169.9	109.0	130.3	153.9	2,047.6
ABD doları	37.9	31.0	10.8	41.5	728.1
Japon yeni	20.5	5.9	15.3	47.4	225.1
Fransız frangı	15.9	20.7	33.1	23.5	125.8
İngiliz sterlini	20.6	9.2	22.9	7.6	155.9
Alman markı	11.2	20.0	25.9	17.8	222.0
Diğer	63.7	22.2	21.9	16.1	490.7

Kaynak: BIS 65th. Annual International Report. 1994-95, p:175

1.4.5. Eurotahvil İkincil Piyasası

Yakın zamana kadar yalnızca saklama aracı olarak kullanılan ve likiditesi olmayan Euro tahviller, tahvil ve döviz piyasalarındaki artan akışkanlıkla, yatırımcılar tarafından vadesinden önce alınıp satılmaya başlandı. İşlem hacminin artmasıyla piyasa derinlik kazandı ve aracılık faaliyetleri de hızla arttı.

Tahvillerin birincil ihracını izleyen dönemde, vadeden önce, borsa aracılığıyla, yeniden paraya dönüştürülmelerini sağlayan ikincil piyasalar bir yandan tahvillerin likiditesini artırırken, diğer yandan da birincil piyasa için talep yaratmaktadır. Birincil piyasa bir sermaye piyasası, ikincil piyasa ise menkul kıymet piyasası şeklinde işlemektedir.

Söz konusu piyasa fiziksel bir mekana sahip olmayıp, bankalar, aracı kurumlar ve alıcı ve satıcılar arasında emirleri eşleştiren brokerlerden oluşur. ABD'de likidite açısından, ulusal piyasaların ardından ikinci sırayı almaktadır. (Seyidoğlu 1994:211)

1.4.6. Eurotahvil Piyasasının Yapısı ve İşleyişi

Daha önce de değindiğimiz gibi bu piyasada işlemler, bankalar ve çeşitli finansal kurumlar aracılığıyla olmaktadır. Bu, uluslararası yatırımcıların farklılaşmasından kaynaklanan bir durumdur. Piyasanın yapısı ve işleyişi hakkında yeterli ve gerekli bilgiye sahip olabilmek, adı geçen banka ve kurumların incelenmesi ile mümkün olacaktır. Bankaların piyasadaki fonksiyonlarını, tahvil ihracını gerçekleştiren sendikasyonun yöneticisi olmak ve bu sendikasyon aracılığıyla piyasaya sürülen Eurotahvillere ihraç güvencesi sağlayışı, olmak üzere iki gruba ayırabiliriz. Ayrıca birçok küçük bankadan oluşan bir satış grubu vardır.

Eurotahvillerin uluslararası piyasalara bankalar aracılığıyla sunulduğunu daha önce de belirtmiştik. Tahvil ihracı aşamasında bir yönetici banka mutlaka bulunur ve Eurotahvile satış garantisi sağlar ve tahvilleri pazarlayacak grubu oluşturmakla yükümlüdür. Bazı durumlarda yardımcı finansal kurumların da bu grup içerisinde yer aldığını daha önce ifade etmiştik.

Eurotahvil piyasasının işleyiş mekanizmasının temelini birincil ve ikincil piyasalardaki işlemler ve karşılıklı ilişkiler oluşturur. Birincil piyasanın başarısı hem arz hem de talep edenler açısından önemlidir. Söz konusu başarı da yatırımın getirisinin doğrudan bir fonksiyonudur.

Piyasa başarısı, piyasadaki hareketlerin ve yatırımcıların beklentilerinin doğru tahminlere dayalı olmasına bağlıdır ve bir takım koşulları vardır: tahvil ihracının zamanlaması ve satış birimlerine dağıtımı, borçlanma aracının dayanacağı para biriminin belirlenmesi vs. Yeni araçların yer aldığı birincil piyasadan sonra gelen ve daha önce çıkarılmış finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalar ikincil piyasalardır. İkincil piyasaların canlılığı oranında tahvillerin pazarlanması ve daha fazla alıcıya ulaşılması da o denli başarılı olacaktır. Bu başarıyla birlikte piyasadaki ihraçlar artacak ve işlem hacmi genişleyecektir. İkincil piyasadaki önemli kurumlar, aracılar (bankalar) ve alımsatım kuruluşlarıdır (trading houses).

Eurotahvil, yatırımcılar ve ödünç alanlara çok çeşitli avantaj ve kolaylıklar sağlamaktadır. Yatırımcılara sunduğu kolaylıkların başında vergi muafiyetleri, gizlilik, güvenlik, konvertibilite ve garantiler gelirken, ödünç alanlar açısından, masetme kapasitesi, serbestlik ve esneklik, faiz maliyetleri, vadeler ve kurumsal çerçevedeki uygun ilişkiler sayılabilir.

i. Ödünç alanlar açısından avantajlar:

- Piyasa derinliği ve etkinliği,
- Yerel piyasalardaki kısıtlama ve düzenlemelere tabi olmayışı,
- İhraç maliyetinin çok cüzi olması (nominal değerinin %2.5'i),
- Eurotahvillerin otuz yıla kadar uzayabilen uzun dönem finansman gereksinimlerine uygun vadeleri olması,
- En önemlisi de satış güvencesi ve dağıtımı sağlamasıdır.

ii. Ödünç verenler (yatırımcılar) açısından:

- Her iki taraf açısından da yerel vergi ve bankacılık mevzuatından bağımsız, hamiline formda çıkarılan Eurotahviller, yatırımcıya mali avantajlar sağlar,
- Piyasa kredibilite esasına dayanarak işlediği için yatırımcıya prestij sağlar,
- En önemli yanı dönüştürülebilir ve varantlı tahvillerin varlığıdır. Bunlar sayesinde yatırımcı dalgalı türden bir aracı, belli bir zaman diliminde sabit bir fiyattan satabilir ve fiyat hareketlerine göre de varantı satarak getiri sağlayabilir.
- Birincil ve ikincil piyasalara sahip olan Eurotahvil piyasası çok aktif olup, ileri iletişim ağı ve teknolojileri kullanmaktadır. (Buckley 1992:332-3)

1.4.7. Eurotahvil Piyasasında Fon Kaynakları ve Borç Sağlayanlar

Eurotahvil piyasasının doğuş ve gelişimine yön veren etmenleri temel olarak üçe ayırabiliriz: Birincisi, Avrupa'daki ekonomik gelişme ve bütünleşme hareketlerinin getirdiği sermaye ihtiyacı, ikincisi 1958 yılında belli başlı Avrupa paralarının konvertibl hale gelmesi, üçüncüsü de ABD'nin artan dış ticaret açığı ve Avrupa'da biriken fonlardır. Bunda da en önemli etken daha önce de değindiğimiz gibi ABD'nin IET gibi kısıtlayıcı önlemlerinin uyarıcı etkisi olmuştur.

Piyasada egemen para birimi dolar olup, bunu Alman Markı ve Japon Yeni, Hollanda Florini, Sterlin ve Kanada Doları izlemektedir. Son yıllarda ABD dolarının değer yitirmesiyle, ABD doları cinsinden Eurotahvil ihracında azalmalar olmuştur.

1.4.7.1. Eurotahvil Piyasasında Fon Kaynakları

Piyasadaki fon kaynaklarının temelini çoğunlukla ulusal vergi ve kambiyo denetiminden kaçan fonlar oluşturduğu için, kaynakların belirlenmesi güçlük arz etmektedir. Öte yandan tahvillerin, genelde müşterileri adına İsviçre bankaları tarafından satın alınması ve bunların da gizlilik ilkesiyle çalışması bu konuda bilgi edinilmesini güçleştirmektedir.

Yukarda sözünü ettiğimiz güçlüğe rağmen Eurotahvil alıcılarını ise; bireysel yatırımcılar (tahvilleri uluslararası bankalar aracılığıyla alırlar), kurumsal yatırımcılar (Birleşmiş Milletler, Nato, OECD vs.) ve bankalar şeklinde sıralayabiliriz. Son gruptaki bankalar, alım satım amacıyla stok bulundururlar ve satılamayan tahvilleri kendilerine ayırırlar.

1.4.7.2. Eurotahvil Piyasalarından Borç Fon Sağlayanlar

Bu kurum ve kuruluşları da üç grupta toplayabiliriz: Hükümetler, uluslararası kuruluşlar ve özel şirketler. Başlangıçta hükümetlerin ihraçları ön planda iken artık özel işletmelerin ihraçlarının da artmakta olduğunu görüyoruz.

1.4.8. Eurotahvil Piyasasında Tahvil İhracı

Europara sendikasyonunda olduğu gibi burada da tahvil ihracını gerçekleştiren sendikasyonun öncüsü olarak yönetici bankayı görmekteyiz. Yönetici bankanın en önemli görevi borçlu ile yatırımcı arasında uzlaşma sağlamaktır. Bu görev iki yönlüdür. Birincisi yatırımcılara borçlanma araçlarını piyasada en uygun koşullarla arz etme ve ikincisi de karşılığında borçlanacak tarafa da en uygun koşullarla fon sağlamaktır. Ayrıca, bu temel sorumluluğa ilaveten ihraç güvencesi grubu (underwriting group) ve satış grubu (selling group) oluşturulmasından da sorumludur.

Yönetici bankaya yardım eden mali kuruluşlarla (co-manager: yardımcı yönetici) yönetici banka birlikte yönetim grubunu (management group) oluştururlar.

Yönetici bankanın oluşturmakla yükümlü olduğu grupların ilki olan ihraç güvencesi grubu borçluya karşı, tahvillerin belirlenen satış dönemi içerisinde, bireysel ve kurumsal yatırımcılara tamamen satılamaması durumunda, borçlanan şirkete net hasılatın verilmesini temin ile doğrudan yükümlüdür. İkinci grup (satış grubu) ise ihraç edilen tahvillerin satışına yardımcı olacaktır.

Tablo 4: Uluslararası Tahvil İhraçları 1980-87 (6 ay) (milyon dolar)

Eurotahvil İhraç.	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
ABD doları	12,757	21,1548	39644	35685.6	62003.7	94044.1	113948	35058
Alman markı	3,06359	1,227.4	4,498.0	5,625.4	6,064.4	11195.0	16686.9	8835.1
Hollanda florini	497.4	507.0	591.1	632.6	658.7	603.1	2684.6	1477
Diğer Avr.paraf.	1,878.	1,095.8	829,5	2,128.7	4,430.5	7,644.1	15,707	12721
Kanada doları	279.6	690.0	1,239.0	1,177.4	1,983.7	2870.6	5,175.9	3795
Bileş. ve ikili paralar	96.3	663.1	788.7	1,795.6	2,742.6	6,799	6,698.5	5,443.9
O.Doğu ve Afr. par.	26.5	115.9	158.7	—	—	26.1	7.0	—
U. Doğu ve Avs.Par.	306.1	299.0	466.5	527.8	1,556.3	11311.0	21407.9	22883.4
Topl. Eurotahviller	18,911	25752.9	48,216.1	47572.9	79,436	134449.	182316	90214.8
Yabancı Tahviller								
Yankee Tahvilleri	3,479	7,552.0	5,946	4,545.0	5,487	4,655	6,064	2,406.7
İsviçre Fransı	7,454	8,709.8	11611.7	12,952.	11493.2	16646.7	25,715	15,066
Alman markı	4,839	755.8	824.5	755.8	824.5	998.9	1,052.6	1,942.6
Yen	1,088	2,457.0	3,418	3,624.0	3,710.0	5,791.0	4,158.8	3,921.5
Lüksemburg fransı	198.3	133.1	127.8	101.5	138.4	313.5	602.6	209.9
Hollanda florini	259.0	479.9	868.6	849.2	1,058.4	1150.0	1,894.3	511.3
Diğerleri	519.7	4,931.8	7008.5	4,457.7	3,629.4	2,636.5	3,540.5	3,810.2
Toplam yabn. tahvl.	17,787	25019.4	29805.1	27528.7	26,569	33135.4	43933.3	25925.6
T. uluslararası tahvl.	36,699	50772.3	78021.2	75101.6	106005.	167628.	226249.	166140.

Kaynak: Fisher,F.G."Eurobonds", Euromoney Publications,1988, p:26-27.

Tablodaki verilerden de anlaşılacağı üzere, 1980-87 arasındaki dönemde uluslararası nitelikteki tahvil ihraçları miktar olarak 36 milyar dolarlardan 166 milyar düzeyine çıkarak %300'den fazla bir artış kaydetmiştir.Yıllar itibariyle incelendiğinde 1980- 83 arasında düzenli bir artış, 1983'te ise azalma gözlenmektedir.

1.4.8.1. İhraç İşleminin Gerçekleştirilmesi

En başta, borçlanacak olan kurum, kredi değerliliği yerindeyse ihracı düzenleyecek ve yönetecek mali aracıyı seçer. Yönetici banka da, ihraç çağrısıyla yardımcı yöneticisiyle beraber yönetim grubunu oluşturur. Daha sonra yönetim ücretinin dağılımıyla ihraç güvencesi grubunun oluşturulması konularını karara bağlar.

İhraç güvencesi grubunun oluşturulmasından sonra satış dönemi gelir. Bu aşamada borçlanan da ihraçtan, vade ve tutarlar itibarıyla haberdar edilir. Talep yetersiz kalırsa, yönetici banka borçlanmaya giden tarafa, ihracın ertelenmesi ya da iptali önerilerini getirebilir. Satış dönemi sonunda fiyat ortaya çıkmış, sıra kağıtların satış grubuna dağıtılmasına gelmiştir.

Fiyat ayarlama süreci, yönetici bankanın piyasadaki talep durumuna göre, tahmini bir miktar sürüp, kalanını toplamasıyla son bulur. Burada Eurokredilerde olduğu gibi tahvilin plase işleminin tamamlanması ihraç işleminin tamamlandığı anlamını taşır.

1.4.8.2. Eurotahvil Geri Ödemeleri

Vadeleri genellikle yedi yıldan fazla olan Eurotahviller için bir itfa veya satınalma fonu (sinking fund) oluşturulur. İtfa fonu belli miktar tahvilin borçlanan tarafından geri alınmasını öngörürken, satınalma fonunda ise tahvil sahiplerini riske karşı korumak amaçlarıyla, piyasa fiyatı ihraç fiyatının altına düştüğünde ilk yıldan da başlayabilecek bir itfa öngörülür. Eurotahviller genelde borçlu tarafa, faizlerin belli bir sınırın üzerine yükselmesi durumunda itfa hakkı sağlayan itfa kaydına (call provision) tabi olarak çıkarılırlar.

1.5. SENDİKASYON (KONSORSİYUM) KREDİLERİ

Konsorsiyum, genel anlamda GOÜ'nin kalkınmalarına yardım etmek amacıyla bankalar vb. uluslararası kuruluşlarca oluşturulan ve borç vermeyi kabul eden finansal kurumlara verilen addır. Bankacılıkta ise konsorsiyumlar fon talep edenlere ortak koşullar çerçevesinde, çeşitli ülkelerden bankaların biraraya gelmesi ile finansman sağlayan mali kuruluşlar grubudur. Sendikasyon kredisi adını alan bu krediler ortalama

5-8 ve 12 yıla kadar vadelere sahiptir. Daha bilimsel bir tanımla, bir veya daha fazla kredi kuruluşunun, benzer vade ve koşullarda ortak bir dokümantasyonla (plasman memorandumu da denir) bir öncü kuruluş tarafından yönetilen kredilerdir. (Parasız 1986:16)

Sendikasyon kredilerinin borçlanan açısından en önemli avantajı, piyasaya girme şansı zayıf kredibilitesi düşük ülkelere bu şansın yanında, yalnızca bir tek piyasadan elde edebileceğinden daha fazla kredi şansı tanınmasıdır. Örneğin İsveç JP Morgan'dan üç günde tahsis edilebilecek bir kredi teminatı alabilmiştir. Ayrıca bu ülkeler diğer borçlanma şekillerinde olduğu gibi konsorsiyuma katılan bankalarla tek tek görüşme zorunluluğundan kurtulmakla zaman ve maliyet avantajı elde etmektedir. Katılımcı borç veren bankalar açısından ise en önemlisi, riskin diğer bankalarca paylaşılmasıdır (Karluk 96:544).

1.5.1. Piyasa Yapısı

Vade yapısını yukarıda belirttikten sonra işlem miktarının en az 50 milyon dolar olması gerektiğini söylemeliyiz. Piyasaya kredi sağlayan belli başlı kuruluşlar arasında ise başta ABD, Avrupa ve Japon ticari bankaları olmak üzere güçlü ülkelerin bankalarını görmekteyiz. Ödünç alanlar ise; bankalar, özel sektör kuruluşları, hükümetler, yerel yöneticiler ve devlet teşekkülleridir.

1988 rakamlarıyla 450 milyar dolarlık işlem hacmine ulaşan piyasa Avrupasaların vazgeçilmez bir unsuru haline gelmiştir. (Bkz. Tablo 5)

Taraflar: Bir sendikasyon kredisinde üç taraf bulunmaktadır:

i. Öncü Banka (Lead Manager): Öncü banka genelde yönetici banka olup, kredi anlaşmasının süresinin müzakeresi ve gözetiminden sorumludur.

ii. Katılımcı Bankalar: Öncü banka tarafından krediye katılım için çağrılır.

iii. Ödünç Alıcı: Öncü bankayı seçer ve sendikasyonu düzenleyen öncü banka da bankalar grubunu toplar. Genelde öncü banka ve yardımcı yönetici banka katılımın

en büyük kısmını oluşturlar. Bu da ödünç alanın piyasada daha çok banka ile tanışması ve piyasada tanınması açısından olumlu bir unsurdur.

Tablo 5: Sendikasyon Kredileri Ve Eurosenetler

YIL	Toplam ödünç sayısı	Toplam ödünç miktarı (Milyon dolar)	Ortalama ödünç miktarı (Milyon dolar)
1980	1,044	87,981	84.3
1981	1,524	181,248	118.9
1982	1,663	159,458	95.9
1983	1,215	101,659	83.7
1984	1,758	199,236	113.3
1985	1,486	231,500	155.8
1986	1,371	216,664	158.0
1987	1,846	337,421	182.8
1988	2,257	459,043	202.5
1989*	442	99,772	225.7

*İlk çeyrek

Kaynak: Demirağ-Goddard, Financial Management for International Business, 1994, p:18.

1.5.2. Kredi Çeşitleri:

i. Term Loan (Uzun Vadeli Kredi): Bu tür krediler toptan çekilir ve geri ödemesi, ya bir defada vadesinde (bullet repayment) ya da vadesinden önce başlayan ödemeler (staged repayments) şeklinde olur. Ödünç alan, herhangi bir zamanda, ödenmeme durumunda bir ceza söz konusu olmaksızın çekme hakkına sahiptir ancak kullanmadığı kısım iptal edileceği için yeniden talep hakkı yoktur.

ii. Revolving Credit Facility (Dönen Nitelikteki Kredi Olanakları): Bu kredi türü, ödünç alana anaparanın ne kadarının vade boyunca ödenmeden kalabileceği konusunda büyük esneklikler sağlar. Kredi tranşlarının vadesi geldikçe ve yeniden

ödenir hale geldikçe ödünç alan kredi vadesi dolana kadar yeniden çekme hakkına sahip olacaktır.

iii. Evergreen (Sürekli Yenilenebilen): Ödünç veren bankaların izinleri önceden belirlenmiş periyotlarla yeniden uzatılabilecektir. Genelde daha önceden belirlenen periyotları bankalar gerektiğinde 1 yıl daha uzatabilmektedir. Bu en yaygın şeklidir.

Sendikasyon kredisi piyasaları hakkında sonuçta şunları da ilave etmemiz gerekmektedir: 1980'lerdeki aracısızlaşma süreci ve swap gibi tekniklerin yaygınlaşmasıyla, sendikasyon kredisi piyasası zarar görmemiş aksine piyasa yapısının esnek olmasından dolayı kendini korumuştur. Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen borçlanmalara göre daha az pahalı olan bu yöntemle, borçlu daha fazla sayıda uluslararası kuruluşla biraraya gelmekte ve bir defada büyük miktarlarda kredi sağlayabilmektedir. (Banking World -July 1994:32)

1.6. KREDİ DEĞERLİLİĞİ (CREDIT WORTHINESS) VE KREDİ DEĞERLİLİĞİNİN BELİRLENMESİ

Europiyasalarda ülkelerin kredi değerliliğinin belirlenmesi, bir şirketin mali tablolarının, birtakım oranlardan yararlanılarak yapılan değerlendirme işleminden farklı olmakla beraber, ülkelerin ekonomileri dikkate alındığından tamamen bağımsız değildir. Bu hesaplamada ülkenin geçmişteki borç ödeme kabiliyetinin yanısıra geleceğe dönük olarak da kaynakların potansiyeli gözönünde tutulacaktır.

Şirketlerin değerliliği hesaplanırken, gelecekteki kazanç olanakları, endüstri dalının mevcut ve gelecekteki durumları gözönüne alınırken, ülkeler için ödemeler dengesi, enflasyon oranı, dış ticaret rakamları, borç karşılama oranı gibi makro ekonomik göstergeler yanında siyasi istikrar da dikkate alınmaktadır.

Tablo 6 : Tahvil Derecelendirilmesi ve Rating Kurumları

	Standard&Poors	Moody's	Fitch	Duff&Phelps	
Aaa	AAA	Aaa	AAA	1-Triple A	Bir borçlanma aracına verilen en yüksek derecedir. Anapara ve faiz ödemelerinde yüksek bir borç ödeme kapasitesi gösterirler.
	AA	Aa	AA*	DoubleA 2-yüksek 3-orta 4-düşük	Anapara ve faiz ödemelerinde güçlü bir ödeme kapasitesini gösterir. Yüksek kaliteli tahvillerin derecesidir.
Orta derece	A	A	A	Single A 5-yüksek 6-orta 7-düşük	Bu gruptaki tahviller yüksek derecede olanlara göre ekonomik koşullardan daha fazla etkilenebilir. Ancak ödeme kapasiteleri hala yüksektir.
	BBB	Baa	BBB	Triple B 8-yüksek 9-orta 10-düşük	Bu ratingdeki tahviller anapara ve faiz ödemelerinde gerekli borç ödeme kapasitesine sahiptir.
Spekülatif derece	BB	Ba	BB	DoubleB 11-yüksek 12-orta 13-düşük	Anapara ve faiz ödemeleri spekülatif olan bu tahvillerde BB en düşük spekülasyon oranını gösterir.
	B	B	B	Single B 14-yüksek 15-orta 16-düşük	Genelde zayıf özellikte tahviller olup geri ödeme bakımından güven azdır.
Çok Riskli Derece	CCC CC	Caa Ca C	CCC CC	Triple C 17-yüksek 18-orta 19-düşük	En yüksek riski taşıyan tahviller bu gruptadır. Spekülasyon ve risk unsurları en yüksek derecededir.

Kaynak: Harun Bal,1994, s:43.

1.7. DİĞER PİYASALAR

1.7.1. Eurohisse Senedi Piyasaları

Bir ülke içerisinde çıkarılan hisse senetlerinin, yabancılar tarafından satın alınmasını ifade eden Eurohisse senedi terimi, Avrupalı yatırımcılar tarafından alınan ve ABD firmalarının çıkardığı hisse senetlerini belirtmek amacıyla kullanılmıştır. Aslında sıradan bir hisse senedinden alım satım açısından pek farkı olmadığı için, "Euro" terimi burda doğru kullanılmamaktadır. (Ekren 1986:88) Tek farkı ABD dışında yayımlanmış olmasına rağmen ABD borsalarında alım satıma konu olmasıdır. Böyle bir piyasanın gelişiminde, uluslararası yatırım ilişkileri, kur yapısı ve dalgalanmaları ve mal ve sermaye akımlarının özellikleri gibi faktörler rol oynamıştır.

Piyasanın varlığı ve kendisine ihtiyaç duyulup duyulmadığı tartışmalıdır. Böyle bir piyasadan sözedilmesi, uluslararası yatırım ilişkileri, dalgalı döviz kurlarının yapısı ve serbest mal ve sermaye akımlarının özelliği gibi unsurlara bağlıdır. Bütün bunlara ilaveten, çok sayıda ABD ve yabancı ülke firmaları artan oranlarda hisse senedi çıkararak sermaye sağlamaktadırlar. Bu yolla fon sağlamanın yararlarını şu şekilde özetleyebiliriz:

- Çeşitlendirilmiş hissedarlar esasına dayanan bu fonlar, borçlanan firmayı bir tek ülke piyasasının kısıtlamalarından kurtararak hisse fonunun riskinin dağıtılmasına olanak tanır.

- Yabancı piyasalara yönelik hisse senedi satışı, firmaların hisselerine olan talebi ve fiyatı artırabilir,

- Şirketler bu şekildeki hisse senedi satışlarını reklam unsuru olarak kullanabilirler.

Uluslararası piyasalara yönelik hisse senedi ihracı; ikili (dual syndicate equity offerings), tekli Euro hisse senedi satışları veya Euro hisse senedi çıkarılması (Euro equity issues) gibi yöntemlerle olmaktadır. İlk yöntemde halka arz yurtiçi ve yurtdışı olarak ikiye ayrılmakta ve ilki ayrı ayrı öncü bankalarca yürütülmekte iken, ikincisinde satışlar bir bütün halinde ve de tek bir yönetici banka tarafından yapılmaktadır.

Dünya çapında yerel kayıt koşullarına uymak kaydıyla, menkul kıymet borsalarının genelinde Eurohisse senetlerinin satışına izin verilmektedir. Bu da giderek yurtdışı borsalarda kayıtlı hisse senedi sayısını artırmıştır. Bu konuda, Amerika'da ve yabancı hisse senetlerinin alım satımında kullanılan, hisse senedini temsilen ondan ayrı alınıp satılan, Amerikan Emanet Makbuzları (Amerikan Depository Receipts) denen bir uygulamayı da belirtmemiz gerekmektedir. Temettü ödemesinde, yabancı firmadan emanet makbuzunu çıkaran bankaya ondan da yatırımcıya yönelik bir dolaşım gösterir.

Euro hisse senedi piyasaları da, başlangıçta sözettiğimiz mali deregülasyonun doğurduğu işlem hacmi artışını, yüksek oranlarda yaşamıştır. Bunun en iyi örneği Japonya ve Avrupa Birliğindeki sermaye piyasalarının bütünleşmesi ile yaşanmıştır. İşlem hacmi 1990'da 7.3 milyar \$ iken, 1994'te 45 milyar \$'a ulaşmıştır.

1.7.2. Ticari Senet Piyasaları

Ulusal piyasalarda başarılı olan, Euro-kısa vadeli borçlanma senetlerinin, emre yazılı olarak çıkarılmış olduğu ikincil piyasalardır. Yatırım bankaları tarafından plase edilir. 1970' de Londra'da doğan, ABD'de uygulanan ve ABD'nin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına getirdiği kısıtlamalar sonucu gelişen piyasa, zamanla ABD firmalarının yurt dışından fon sağlama aracı haline gelmiştir. Piyasa işlem hacmi 1990'da 48 milyar \$ iken 1994'de 32 milyar \$'a düşmüştür. (OECD 1995:8)

Piyasa uzun süreli başarı sağlayamamıştır. Çünkü, bu kağıtları çıkarmanın temel amacı bankanın "spread"ini azaltmak ve fon arz edenler ve sunanların tasarruflarından etkin şekilde yararlanmasını sağlamaktır. Ancak Europiyasalarda bu sorunlar yoğunca yaşanmadığından, bu şekilde sağlanan kaynak miktarı sınırlı kalmış ve piyasa uzun süre başarılı olamamıştır. (Parasız 1994:243)

1.7.3. Uluslararası Likidite ve 1980 Sonrası Euro-Piyasalar

İncelememiz kapsamında olan 1980 sonrası dönemde, çekilen likidite sıkıntısının aşılması amacıyla ABD'nin izlediği yüksek faiz politikası, kaynakların ABD'ye akmasına rağmen yine de likidite sıkıntısının öneminin devam etmesine neden

olmuştur. Bunun nedeni resmi rezervlerin artmamasıdır. Uluslararası rezervler ancak 1987'de yükselmeye başlamış, %40 oranında ve 205 milyar dolar tutarındaki altındışı resmi rezervlerdeki bu sıçramanın %25'i dolar dışındaki paraların dolar cinsinden değer kazanmasından kaynaklanmıştır. (Nas 1988:180).

Aynı dönemde resmi altın rezervleri de önemli bir artışla 88.7 milyar dolara ulaşmıştır. (BIS Annual Report 1988: 186) Miktarındaki yükselişe rağmen kompozisyonda önemli bir değişiklik olmamış, bu miktarın %70'i Japonya, Tayvan, Almanya ve İngiltere tarafından sağlanmıştır.

1980'li yıllarda dünya çapında yaşanan borç krizi, piyasanın kreditorlerini risk unsuru taşıyan GOÜ'e ancak sendikasyonlarla borç sağlamaya itmiştir. Ancak bu eğilim, resesyon ve ABD'nin sıkı para politikası nedeniyle fonların Avrupasalarından ABD'ye yönelmesiyle yavaşlamıştır. Ayrıca piyasalardaki fonların içersinde artık yen ve mark gibi önemli paraların da payı artmaya başlamıştır. ABD'nin sıkı para politikası ve 1986 sonrası petrodolarların piyasaya akışının kesilmesi, arz açısından sıkıntılar doğurmuş ve faiz oranları artarken vadelerin kısılması söz konusu olmuştur.

1988 itibariyle Japon bankalarının en geniş kredi hacmine sahip olduğu ve piyasaya sağladıkları fon akışı nedeniyle, kredi faizlerinde azalmalar hatta Libor altına düşmeler görülmektedir.

1990'lardaki gerçekleşen ve beklenen gelişmeler açısından bir değerlendirmede bulunacak olursak, piyasada gün geçtikçe her ne kadar da doların dışındaki paraların payı artsa da, ABD'deki politik ve ekonomik gelişmelerin piyasaya etkileri olacağı muhakkaktır. Örneğin, 1992 Kasım'ındaki başkanlık seçimi kampanyasında Clinton tarafından ortaya konan, ikiz açık denen ÖB ve bütçe açığının azaltılması yanında, altyapı, sağlık, eğitim ve çevreye daha fazla önem verileceği yolundaki vaatler sonucunda akla ilkin söz konusu açıkların dizginlenmesinde vergilemenin kullanılacağı gelmekteydi. Ancak bu daha önce denenmiş ve ekonomide başta daraltma yaratmış bir uygulamadır. O halde yapılması gereken, enflasyonsuz büyümenin sağlanabilmesi için, çok düşük olan özel kesim iç tasarruf oranının (harcanabilir gelire göre) yükseltilmesidir. (Erçel 1992: 24-26)

Bu konuda yapılabilecek en iyi uygulama, iç tasarrufların özel önlemlerle artırılarak, uluslararası fonların ülkeye akmasına neden olan yapısal bozuklukların giderilmesi ve fon fazlası oluşmasıdır. ABD'deki bu olumlu gelişmeler, faiz oranlarını, hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla tüm uluslararası piyasaları olumlu etkileyecektir.

Bu dönemdeki önemli bir piyasa gelişmesi de Eurotahvil arzının artışıdır. Bundan Türkiye de nasibini almıştır. Doların istikrarsızlığından kaynaklanan dalgalanmalar, Euro fonlar içinde doların payının azalıp diğer güçlü paraların rolünün artmasıyla giderilme yolundadır.

Uluslararası piyasalardan borçlanan kurumlar açısından bir inceleme yapıldığında en başta Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşları görmekteyiz. Çünkü uluslararası piyasalarda Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası, İnter Amerikan Kalkınma Bankası (IADB) ve Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası (EIDB) gibi hissedarlarını devletlerin oluşturduğu, kredi değerliliklerinin "AA" gibi en üst düzeylerde bulunan, taleplerinin sürekliliği ve yatırımcılar açısından güven taşıyan kuruluşlar, deyim yerindeyse hep baştaçı yapılmışlardır. Bu açıdan da Dünya Bankası ilk sıradadır (Erçel 1993:14).

Öte yandan uzun vadeli sermaye arzı ve kısa vadeli banka kredilerine olan talepteki eşanlı daralma ile getiri eğrisinin dikeyleştiği görülmüştür. Ayrıca para arzı ve talebindeki daralmayla da kur dalgalanmalarından kaynaklanan olumsuz etkiler en aza indirgenmiştir. Piyasaların değişen koşullara uyum sağlama yeteneği ile tahvil arzı 1994'te bir önceki yıla göre %45 oranında artı göstermiştir. Euronotes ihraç programlarının esnekliği yatırımcıların kısa vadeli sabit getirili ve dalgalı nitelikteki enstrümanlara yönelmelerine neden olmuştur (BIS 1994:166).

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI PİYASALARDA KULLANILAN FİNANSMAN TEKNİK VE ARAÇLARI

BİRİNCİ KISIM

FİNANSMAN TEKNİKLERİ

2.1. SWAP

2.1.1. TANIM VE NİTELİK

1980'lerin başında ortaya çıkan bu teknik, uluslararası piyasalarda en hızlı büyüyen ve gelişen bir konuma sahiptir. Ortaya çıkışı ve gelişiminde, dünya para ve sermaye piyasalarında artan finansal ilişkiler ve yaygınlaşan iletişim teknolojisi yenilikleri ile piyasaların bütünleşmesi gibi olgular yer almaktadır. Piyasaların serbestleşmesi ve bütünleşmesiyle de artan kur ve faiz riski, yatırımcılar ve borçlananların korunma araç ve yöntemlerine başvurmalarını zorunlu hale getirmiştir. Swap da bunlardan biridir.

Döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan riski en aza indirme yöntemlerinin başında swap gelmektedir. (Ersan 1992:32) Sözcük anlamı olarak "takas", "değiş tokuş" ve "trampa" etmek diyebileceğimiz swap işlemlerinde genelde borçlar değiş tokuş edilmektedir. Başlangıçta sadece varlıkların alım satımını kapsayan swap işlemleri, günümüzde borçların anapara, faiz, ya da hem anapara hem de faiz ödemelerinin değişimini mümkün kılmaktadır. Burdan hareketle swapın genel bir tanımını şu şekilde yapabiliriz: Amacı faiz oranları ve döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların doğurduğu riski minimize etmek olan, iki taraf arasında borçların faiz ve anapara ödemelerinin, önceden belirlenmiş koşullarda değişimini sağlayan finansal bir işlemdir.

Swap, uluslararası piyasalarda ortaya çıkabilecek kur riskini minimize etmek amacıyla, belirli tutarlardaki paraların, belirli kur ve vade koşullarıyla değiş tokuş edilmesidir. Bu yolla farklı kredi değerliliği olan taraflar, farklı paralar cinsinden

tutarların, borç ya da yükümlülüklerin, gereksinimlerine göre faiz ve kur riskinin paylaşımı gerçekleşmektedir.

Swapın temel ilkesi, alacak ve yükümlülüklerin, tarafların piyasadaki konumlarına (kredibilitelerine) uygun olarak arbitraj amacıyla değiş tokuş edilmesidir. (Fettahoğlu 1991:13)

Swap işlemleri, kredilerde kurun korunması yanında, bu işlemlerin güçlendirilmesi ve desteklenmesi amaçlarını da taşımaktadır. Kredilerdeki tek yanlı kaynak aktarma özelliğinden farklı olarak swap işlemlerinde her iki taraf da birbirlerine kaynak aktardıklarından, işlem sonrası toplam para miktarı, öncesine göre artmaktadır.

Önceleri Orta Avrupa'da, I. Dünya Savaşı sonrasında döviz güclüğü çeken ülkelerde kullanılmaya başlayan swap, ilk kez Avusturya Merkez Bankası'na 1923'te Avusturya şilingi'nin İngiliz sterlini karşılığında spot piyasada satılıp vadeli piyasada alınmasıyla gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta sadece merkez bankalarınca kullanılmasına rağmen, kur riskine karşı taşıdığı yüksek avantajlar nedeniyle giderek uluslararası bankalar, ticari bankalar, ÇUŞ ve resmi kuruluşlarca daha fazla tercih edilen bir finansal yöntem haline gelmiştir. Taşıdığı finansal esneklik nedeniyle de Eurotahviller ve Eurotahvil piyasalarından çok daha likit ve geniş bir işlem hacmine sahiptir. (Ceylan 1993:154)

Döviz piyasası swap işlemleri, cari piyasadaki bir alım işlemine karşılık vadeli piyasada bir satım ya da tam tersi bir işlem anlamı taşır. Böylece swap iki piyasa arasında bir köprü durumundadır. İşlemi yapan taraflar açısından da swap, istenilen döviz temin etme yoluyla borçlarını yeniden değerlendirme, araç ve para türü olarak da avantajlı yerlerden borçlanma olanağı sağlamaktadır. Dolayısıyla önemli ölçüde maliyet tasarrufu sağlamaktadır. Swapın firmalara sağladığı potansiyel faydalar şöyle sıralanabilir:

- Firmalara kendi piyasalarından daha elverişli koşullarda borçlanma olanağı sağlar,

- Firmalara, sermaye yapılarını yeniden borçlanmaya başvurmadan şekillendirme şansı verir,
- Düşük kredibilite ve hükümet kısıtlamaları gibi engeller yüzünden daha önce borçlanamadığı piyasalara girme olanağı tanır,
- 10 yıla varabilen uzun vadeli koruma (hedging) sağlar. (Demirag-Goddard 1994:160)

2.1.2. Swap Piyasalarının İşleyişi

Swap piyasaları, farklı kredi değerliliğine sahip kuruluşların, farklı piyasalarda, farklı kredi koşullarıyla karşı karşıya gelerek bu farklılıklardan yararlanmaya çalıştıkları piyasalardır. Piyasaların kurumsal ve yapısal açıdan farklılıkları swap işlemlerini teşvik etmektedir. Söz konusu farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Fonlara erişebilme yeteneği ve güçlükleri,
- Değişken faizli fon sağlayabilme olanakları karşısında, sabit faizli fon bulabilme güçlükleri,
- Belirli bir döviz cinsinden sağlanan kredilerin başka bir dövizde çevrilme zorunluluğu,
- Piyasalardan birinde, borçlanma için gerekli likiditenin olmayışı,
- Piyasalar arasında vade farklılıklarının olması.

Ülkeler açısından swap işlemlerine başvurma nedenlerinden en önemlileri, geçici ÖB açıklarının finanse edilmesi ve ulusal paradan daha sağlam paralara doğru spekülatif yönelimlerin önlenmesidir. (Ceylan 1993:156) Bu gibi durumlarda swap yardımıyla güçlü ülkelerin paraları temin edilir ve merkez bankasınca, değer kaybından kaynaklanan spekülatif akım durana kadar iç piyasaya müdahale aracı olarak kullanılır. Süreç sona erdiğinde karşı ülke paraları iade edilir ve ulusal para geri alınır. Bu yolla faiz oranları yükselmeden ve rezervlerde azalma olmadan geçici ödeme sorunları

halledilmektedir. Bunun ilk örneği; FED'in 1962'de doların düşüşünü önleyebilmek için Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ) merkez bankalarıyla swap anlaşması imzalamasıdır.

2.1.3. Piyasa Gelişimi

1950'lerde ortaya çıkan, 1960'larda ABD'de ve 70'lerde de Avrupa ve diğer ülkelerde uygulanmaya başlayan swap işlemleri tarafların gereksinimlerine ve yenilik ve teknolojik ilerlemelere uyumlu bir gelişme izlemiştir. En fazla da banka bilançolarına getirilen sınırlamaları aşmak için kullanılmaktadır. (Ceylan,1993:159)

Merkez bankalarının swap anlaşmalarını müdahale aracı olarak kullanmalarının ardından, ÇUŞ de başka ülkelerdeki bağlı kuruluşlarıyla bu ülkelerin paraları üzerinden paralel borçlanmaya gitmek amacıyla bu tekniği kullanmaya başlamışlardır. Bu işlemlerin forward işlemleriyle birlikte, finansal kuruluşlar, aracılar ve garantörler aracılığıyla düzenlenmesi, tekniğin güvenilirliğini artırmıştır.

Swap piyasaları, ISDA (International Swap Dealers Association) verilerine göre en çok gelişme kaydeden piyasalardan biridir. Çünkü 1982'de 1 milyar US\$ olan işlem hacmi 1989'da 5 milyar US\$a ulaşmıştır. (Demirag-Goddard1994:159-60) Swap piyasasında ilk temel işlem, 1977'de Venezuela hükümetinin Fransız Frangı (FF) gereksinimini karşılamak için vadeli dolar satıp, FF aldığı işlemidir. Bunu 1981'de WB ve IBM arasında yapılan ve swap'ın kullanımını ve gelişimini hızlandıran işlem izlemiştir. İlk resmi olmayan swap işlemi ise yine 1981'de Bankers Trust aracılığında, Renault ile Japon MB arasında, değişken faizli dolar ve sabit faizli yen üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda "swap arbitrajı" ortaya çıkmıştır. Basit korunma tekniklerinden farklı biçimde, arbitraja olanak veren swap işlemleri bir finansman tekniği haline gelmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucu 1987'de "Uluslararası Swap Aracıları Birliği" (ISDA:International Swap Dealers Association) kurulmuş; işlemler daha standart hale gelmiş ve piyasa yeni bir biçim kazanmıştır. Standartlaşma homojenliği, bu da rekabet artışı, risk primi düşüşünü ve riskin artık aracılarcı üstlenilmesini sağlamıştır.

Piyasanın son yıllardaki durumunu incelediğimizde, 1994'ün ilk yarısında işlem hacmi ISDA verilerine göre, bir önceki yılın aynı dönemine göre %46'lık artışla 3,363.9 milyar \$ olmuştur. (BIS 1995:185) Bunun 3,182.9 milyar \$'ı faiz swapıdır. Ülke paraları türünden dağılımda, DM, FF ve £ swaplarında artış olurken \$ swaplarının payı %34'e düşmüştür. Aracı faaliyetleri de önemli ölçüde artarak %51'lere yükselmiştir. Çünkü finansal kuruluşlar kısa dönemli faiz pozisyonlarını denkleştirmede daha fazla swap kullanmışlardır.

Para swapı sektöründe ise, \$ ve yen türünden işlemler artmıştır. Aynı şekilde, caps, floors, collars ve swaption gibi swap türü işlemler %40 artış kaydetmiştir. (BIS 1995:186)

2.1.4. Swap İşlemlerinde Taraflar

Bir swap işleminde genel olarak iki taraf bulunur: Fon kullanıcılar ve aracılar. Fon gereksinimi olan taraf, kendisini faiz ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı korumak, aracı taraf da bu işlemde komisyon veya prim şeklinde kazanç elde etmek amaçlarıyla işlemde bulunurlar. Fon kullanıcılar arasında; işletmeler, bankalar, sigorta kuruluşları, devletler ve resmi kuruluşlar ile uluslararası kuruluşlar sayılabilir.

İşletmelerin piyasada yer almaları ÇUŞ'in, ana ülkelerdeki kısıtlamalar nedeniyle artan yatırım finansman gereksinimlerinden doğan döviz transferi ve borçlanmalarından kaynaklanan anapara ve faiz ödemeleri nedenleriyle UFP'a sıkça başvurmaları ile yakından ilgilidir. Bu koşullarda swap kullanımı da yaygınlaşmıştır.

Diğer bir neden, ABD'de 1975'te uygulamaya konan "FASB/8" adlı yeni muhasebe kayıt sistemi ile swap ve faiz arbitrajı ile elde edilen kazançların kolaylıkla kar/zarar hesabına kaydedilebilmesidir. Bu tür finansmanın düşük maliyetli olması, kredi değerliliği düşük firmaların borçlanmasında aracılarn rol alması ve spekülasyon amaçlı kullanımlar da diğer nedenlerdir.

Taraflardan biri de uluslararası ticari ve yatırım bankalarından oluşan **finansal kuruluşlardır**. Bankalar, merkez bankalarının diğer bankaları değişken faizli borçlanmaya yönlendirmeleri nedeniyle piyasada yer almaktadırlar. Temel amaçları, faiz

riskini enaza indirmek, aktif ve pasiflerde etkin yönetim sağlamak olan bankalar, sabit faizli borçlarını LIBOR faizli borca dönüştürmek için tahvil çıkarmakta ve swapı da kısa vadeli mevduatlarıyla uzun vadeli fon sağlamak üzere bir finansman tekniği olarak kullanmaktadırlar. Bankaların swap işlemlerindeki en önemli rolleri aracılık (dealing) ve finansal hizmet faaliyetlerinde bulunmalarıdır.

Finansal kuruluşlar swap işlemlerine hiçbir riske katlanmadan komisyoncu veya düzenleyici olarak katılırlar. Sigorta kuruluşları ise daha az yer aldıkları bu işlemlerde, yukardaki hizmetler yanında son kullanıcı durumundadırlar. (Ceylan 1993: 163)

Uluslararası kuruluşlar arasında en önemli yere sahip Dünya Bankası, swapı finansman tekniği olarak ilk uygulayan kuruluştur. Banka, 1981'de IBM ile ABD doları, Sfr ve DM üzerinden swap yaparak bu konuda örnek olmuştur. Düşük faiz oranlı para birimleri cinsinden fon sağlamak amacıyla (Sfr, HFL ve DM gibi) sabit faizli tahvil borçlarını, dolar cinsinden sabit faizli borçlarla takas yaparak, fon kaynaklarını artırıp maliyeti azaltmayı amaçlamaktadır. Banka giderek dolar cinsinden değişken faizli borçlanma kapasitesini de artırarak, 1987'de 33 işlemle 1.635 milyar dolarlık işlem hacmi yakalamıştır. (Ceylan 1993:165)

Hükümetler, swap işlemlerine başta bütçe açıklarını kapamak için borçlanma olanaklarını artırma ve bu borçlarını daha etkin yönetebilme gayeleriyle başvururlar. Kredi değerliliği yeterli düzeyde olmayan devletler, merkez bankalarından ayrı olarak, bankalar aracılığıyla borçlanma olanaklarını swap yardımıyla artırabilir ve borçlarının da yapılarını daha uygun hale dönüştürebilirler. Hükümetler ve bağlı acentalar swap işlemlerini en verimli kullanan kuruluşlardır.

Bir diğer taraf da ihracat kredisini veren acentalardır. Temel fonksiyonları, yabancı ülke paraları cinsinden kredi vermek olan bu kuruluşlar, swap işlemleri yardımıyla sabit faizli borçlarını başka bir ülke parası üzerinden sabit faizli borca dönüştürebilmektedirler. Böylece fon maliyeti hafiflerken, değişik para birimleri cinsinden kaynak sağlama ve faiz riski yönetiminde kullanılma olanağı da doğmaktadır.

Swap işlemlerinde, öncelikle belirli koşullarda (vade ve kur gibi) anlaşma sağlamış en az iki tarafın bulunması gerekmektedir. (Ceylan 1993:167) Bundan sonra da tarafların ticari gereksinimleri, mevzuat ve kambiyo düzenlemelerine göre koşullar belirlenir. Bunları kısaca şöyle sıralayabiliriz: Taraflar, tutar, para birimleri, vadeler, yenileme, fiyatlama, gelecekteki zorunluluklar, komisyon, belgeler, yasal düzenlemeler ve diğer masraflar.

2.1.5. Türleri Açısından Swap İşlemleri

Genel olarak swap işlemleri, döviz swapları, faiz swapları, karşı karşıya veya paralel swap (back-to-back), para swapları ve kredi swapları gibi ayrımlara tabi tutulmaktadır. (Seyidoğlu 1994:243) Borç-özkaynak swapları, çapraz (kokteyl) swaplar, vadeli veya gecikmeli swaplar, taksitli swaplar ve mal swapı gibi türleri de vardır. (Ceylan 1993:186) Ancak en temel olanları faiz ve döviz swaplarıdır.

2.1.5.1. Döviz Swapları

Temeli, 1960 ve 70'lerde ortaya çıkan ve döviz kontrollerini aşmada kullanılan paralel (karşı karşıya) swaplara dayanan döviz swapı, farklı dövizlere bağlı borçları olan iki firmanın, borçlarını belirli bir süre için takas etmeleri işlemidir. (Demirag-Goddard 1994:160) Başlangıçta tespit edilen bir kura göre paraların değişimi yapılır. Firmalara uzun vadeli finansman sağlayan bu yöntemle, para dönem sonunda iade edildiğinden kur riski bertaraf edilmektedir.

Finansal globalleşmeyle artan kur ve faiz riskinin önlenmesine yönelik bu finans tekniği ile, bir ülke parası cinsinden belirli miktar sermaye ve faiz yükümlülüğü, bir başka ülke parası cinsinden denk tutarlardaki sermaye ve faiz ile değiştirilmektedir. Tarafların aynı tutar ve vade ile farklı paralar üzerinde aynı yönde ilgiye sahip olmaları gerekmektedir. (Fettahoğlu 1991:17-23)

Döviz swapı işlemleri, anaparaların değişimi, faiz oranları farklarının denkleştirilmesi ve başlangıç tutarlarının iadesi olarak üç aşamada gerçekleştirilmektedir. İlk aşamada spot kur, değişim oranı olarak esas alınır. Faiz oranı farklarının dengelenmesi için de, faiz oranı yüksek parayı alan taraf, diğerine

belirli bir ek ödemede bulunur. Döviz swapları kredi olarak değil de döviz işlemi olarak kaydedildiğinden, firma bilançolarında yer almazlar.

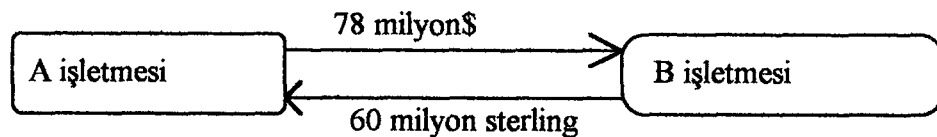
Döviz swapı işlemlerinde, esas alınan bir kura dayalı paraların değişimi faiz swapı ile en önemli farkı oluşturmaktadır. Faizler de değişken ve sabit oranlı olabilmektedir. İkinci aşama ise faiz farklarının denkleştirilmesidir. Swap işlemlerindeki mevcut risk karşılıklı yükümlülüklerin aksatılma olasılığından kaynaklanmaktadır. Bunun önlenmesi için de kredibilite koşulu ve standard sözleşmeler kullanılmaktadır.

Üçüncü ve son aşamada da başlangıç tutarları yine başlangıçta üzerinde anlaşmaya varılan kur üzerinden iade edilir.

Bunları bir örnekle açıklayalım:

İşletme A 100 milyon US \$'lık, 7 yıl vade, %13 kupon ödemeli dolar birimli Eurotahvil sahibidir. B işletmesinin ise, 60 milyon £ tutar, %11.75'lik kupon ödemesi ve 7 yıl vadeli Eurotahvili vardır. İki kuruluş karşılıklı finansman gereksinimlerini gidermek için swap yapmak istemektedirler. Faiz ödeme tarihi aynı, \$/£ kuru 1.30, 7 yıl vadeli bir swap anlaşması yapmışlardır.

Başlangıç aşamasında B işletmesi A'ya 60 milyon £'i gönderir ve karşılığında 78 milyon \$ alır. Görüldüğü gibi A işletmesi hala 22 milyon \$'lık bir kur riski altındadır.



Şekil 2.1: Swap İşlemi

Swapın ikinci aşamasında ise, sözleşmede esas alınan oran üzerinden faiz denkleştirilmesine gidilir. Buna göre B işletmesi A'ya 10.14 milyon \$ ($\%13 \times 78$ milyon \$), A işletmesi de B'ye 7.05 milyon £ ($\%11.75 \times 60$ milyon £) yılda bir kez olmak üzere ödemektedir. (Fettahoğlu 1991:17-23)

İşlemin son aşamasında ise başlangıçta kararlaştırılan kur olan $\$/\text{£}=1.30$ 'dan ve belirlenmiş vadede ödünç paralar karşılıklı olarak iade edilir. Para swapının işletmeler açısından sağladığı üstünlükler şöyle sıralanabilir:

- Vadeli işlemlere göre tutar, vade ve kur tespiti (cari kur esas) açılarından daha esnek olması,
- Swap öncesi toplam borçlar swap sonrası toplam borçlara eşit olduğundan, bilançoların incelenmesinde zorluk doğurmaması,
- Kapanış kuru esas alındığından, tarafları karmaşık ve maliyetli işlemlerden kurtarması,
- Dış ticaret işletmeleri açısından kur riskini azaltma olanağı tanınması,
- Döviz maliyeti açısından vadeli işlemlerden daha elverişli olması.

Sabit faizliden sabit faizliye ve sabit faizliden dalgalı faizliye borç değişimi şeklinde yürütülen para swapı bankalar için önemli bir kar kaynağıdır. Aracılar, anaparaların değişimi ve periyodik faiz ödemeleri söz konusu olduğunda da faiz farkının, bu oranın yüksek olduğu ülkeye ödenmesiyle denkleştirme işlevlerine sahiptirler.(Ceylan 1993:184)

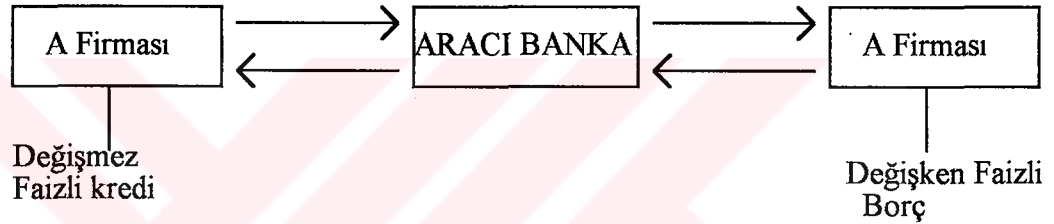
Kullanıcısına maliyeti ve riski azaltıp, uzun vadeli kaynak sağlayan para swapı piyasası hızla gelişmektedir. (Seyidoğlu 1994:244) Aracıların başında bankaların yer aldığı swap işlemlerinde arbitraj olanağının engellenmesi ve tarafların itibarlarının farklı olması gerekmektedir.

2.1.5.2. Faiz Swapı

Bu swap türü, farklı kredi değerliliğine sahip iki tarafın, aynı para birimli ancak farklı faiz yapısındaki yükümlülüklerini karşılıklı değiş tokuş etmeleri işlemidir. Yani, aynı vade ve tutarlardaki, sabit faiz değişken faize ve/ veya değişken faiz sabit faize, Libor prime rate'e ve prime rate libor'a dönüştürülmektedir. İlk örneği 1981'de

Bankers Trust tarafından "karşılıklı paralarda sabit faizden dalgaliya borç kaydırımı " şeklinde gerçekleştirilmiş işlemdir. (Ersan 1985:32)

Faiz swapında para swapından farklı olarak tarafların ilgi alanları, faiz yapıları açısından farklıdır. Faiz swapı genellikle bir banka ile bir işletme arasında gerçekleştirilir. (Şekil 2.2.) Her iki tarafın maliyet avantajı sağlayabilmesi için, farklı ilgi alanları ve kredibilite farklılığı yanında, sabit faizli kaynağın risk primi farkının değişken faizli kaynağın risk primi farkından büyük olması gerekmektedir. Bu da kredibilitesi düşük tarafın yüksek olana bir prim ödemesini gerektirir. (Fettahoğlu 1991:14-17) Aşağıda şekilde bir faiz swapının genel işleyişini görüyoruz.



Şekil 2.2: Genel Olarak Faiz Swapı

Faiz swapında yalnızca faiz ödemelerinin değişime konu olması sadece faiz riski doğurmakta bu da finansal piyasalarda daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır. Ayrıca, faiz değişimlerinden kaynaklanabilecek riskin denetim altına alınmasını sağlamaktadır. (Kabakçı-Taner 1993:71) Bir başka tercih nedeni de, merkez bankalarının diğer bankaları değişken faizli uzun vadeli kaynaklara yönleltmeleridir. Kredi değerliliği düşük GOÜ işletmeleri sabit faizli kredi sağlamada zorlandığından, yüksek ratingli GÜ işletmeleriye ellerindeki kaynaklara esneklik kazandırmak için değişken faizli kredi temini edebilmek için bu piyasaya yönelmektedirler. Özetle, firmalar bu yöntemle kredi itibarı gibi kendilerine özgü (firm specific) nedenler yanında, piyasaların yeterince bütünleşemediği yani arbitrajın mümkün olduğu durumlarda başvururlar. (Seyidoğlu 1994: 240)

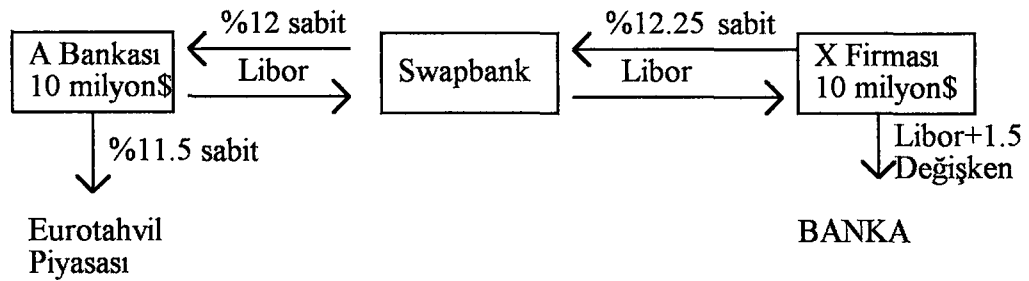
Faiz swapı yoluyla faiz riski ve kaynak maliyetini düşüren işletmeler aynı zamanda daha önce borçlanmadığı piyasalara yönelme olanağı bulmaktadır. Bu daha

çok GÖÜ'nün kredi itibarı düşük işletmeleri için geçerlidir. (Ersan 1985:32) Faiz oranını etkileyen faktörler arasında; Libor faiz oranı ile swap faiz oranı arasındaki sıkı ilişki, sabit faiz oranına olan arz ve talep ile swapın yapılacağı dönemdeki libor faiz oranını sayabiliriz.

Faiz swapında faiz ödemelerinin ne şekilde yürüdüğünü de bir örnekle açıklamaya çalışalım:

X firması 10 milyon \$ tutarında, Libor+1.5 değişken faizli kredi sağlamıştır, fakat bunu sabit faizli hale getirmek istemektedir. Diğer yandan, A bankası da 10 milyon \$'lık ve değişken faizli kredi peşindedir. Her ikisi de swapbanka başvururlar. Swapbank, X'e belirtilen tutar ve %12.25 sabit faizle kredi ve karşılığında Libor faiz ödemesi önerir. Böylece, X toplam Libor+%13.5 faiz ödeyecek ve karşılığında Libor faiz alacaktır. Faiz denkleşmesi sonunda X firmasının kredi maliyeti %13.75 olacaktır.

A bankası elindeki %11.5 faizli, 10 milyon \$'lık Eurotahvil borcu ile swapbanktan değişken faizli krediyi değiş-tokuş etmiştir. Buna göre A bankası swapbanka libor değişken faiz ödeyecek, karşılığında swapbanktan %12 sabit faiz alacaktır. Faiz netleştirmesi yapıldığında ise A bankası %0.5 daha az faiz ödeyecektir. Söz konusu işlemler aşağıda gösterilmiştir.



ŞEKİL: Faiz Denkleştirme İşlemi

2.2. OPSİYONLAR

2.2.1. Tanımı ve Nitelikleri

Genel bir ekonomik kavram olarak opsiyon, sahibine bir ekonomik varlığı, belirli bir sürede, belirli bir fiyattan alma ya da satma hakkı veren, ancak yükümlülük

doğurmayan araçları ifade eder. (Seyidoğlu 1994: 85) 1970'lerde Amerika'da uygulanmaya başlayan ve yaygınlaşan opsiyon işlemlerinde, opsiyona konu olan varlık değerlendirilmişse, alım opsiyonu ise hak kullanılır, satma hakkı ise bırakılır. Sözleşme kullanılmazsa yatırımcı opsiyon tutarı kadar zarara uğrar. (Çapanoğlu 1993:194)

Yatırımcısına verdiği hak açısından opsiyonlar, alım (call) ya da satım (put) olmak üzere ikiye ayrılır. Belli miktar döviz, belli bir kurdan, öngörülen bir süre için alma (satma) hakkı doğuran sözleşmelere döviz alım (satım) opsiyonları denir. Ayrıca, vadelerine göre uygulanmaları bakımından da Amerika ve Avrupa tipi olarak ikiye ayrılır. Birinci grup opsiyonlarda, sözleşmede yazılı vade içerisinde herhangi bir anda uygulanabilme olanağı varken, Avrupa opsiyonlarında ancak vade bitiminde uygulanabilir.

Opsiyonda, opsiyon sahibi ve opsiyon yükümlüsü olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Anlaşmada yeralan varlığın alım satım hakkını elinde bulunduran tarafa opsiyon sahibi, söz konusu hakkı opsiyon sahibine devreden tarafa da opsiyon yükümlüsü denir. Yükümlülük, uygulama açısından sadece opsiyon yükümlüsüne aittir.

Opsiyonlarda tarafların genel amacı riskten korunmak ve spekülative kazançlar elde etmektir. Opsiyon alıcısı bir finansal varlığın ileride değer kazanacağı, düzenleyen ise tersine düşüş olacağı beklentisiyle anlaşmaya girer. Tarafların bu spekülative ve ters yönlü beklentileri gelecekle ilgili kanılarını yansıttığından, piyasanın düzenli işleyişine katkıda bulunur. (Çapanoğlu 1993:195)

Sözleşmede uygulama fiyatı (temel fiyat:strike price) denen bir fiyat yeralır ve opsiyon hakkı kullanılırsa dikkate alınacak fiyat budur. Opsiyon sahibinin, düzenleyen tarafa ödediği prim de bu fiyata göre ayarlanır.

Spekülative kazançlar için çok iyi bir fırsat olma yanında opsiyonlar riskin minimize edilmesi veya korunma açısından da kullanışlı araçlardır. Bu amaçla bir varlığı bugünden belirlenen bir fiyatla alan bir yatırımcı, vade boyunca parasını risksiz bir yatırıma yöneltmiş gibidir. (Pike-Neale 1992: 501)

2.2.2. Döviz Opsiyonları

Diğer borsaya bağlı döviz işlemlerinde olduğu gibi kur riski koruması sağlayan opsiyonlar, onlardan farklı olarak sözleşmeyi uygulamama hakkı da tanımaktadır. Bunlar borsaya bağlı ve borsa dışı olabilir. 1982'de ilk kez Philadelphia MKB (Menkul Kıymet Borsası) bünyesinde görülen döviz opsiyonları daha sonra Chicago Opsiyon Borsası'nın kurulmasıyla yaygınlaşmıştır.

Borsaya bağlı döviz opsiyonları, gelecekte belli bir zamanda, üzerinde anlaşmaya varılan bir miktar dövizin alım ve satım hakkını doğuran sözleşmelerdir. (Karluk 1996:324). Vadeli işlemlerle karşılaştırıldığında, elverişli koşullarda kar etme, elverişsiz koşullarda ise riskten korunma olanağı sağlar. Opsiyon sahibinin ödediği prim de satıcı açısından kur kayıplarına karşı bir tür sigortadır. (Fettahoğlu 1991:28) Döviz miktarları, vade ve fiyatlar açısından standard olan opsiyon sözleşmelerinin en önemli özellikleri esneklikleridir. Ayrıca, borsaya kayıtlı olan satıcılarla yapıldığından, risk unsuru düşük ve güven unsuru yüksektir; kolaylıkla el değiştirebilir sözleşmelerdir.

2.2.2.1. Borsa Opsiyonları

Kayıtlı opsiyonlar da denen borsa opsiyonları, döviz tür, miktar, vade ve uygulama fiyatları bakımından standart sözleşmelerdir. En çok kullanılan döviz türleri, Avustralya Doları, İngiliz Sterlini, Kanada Doları, Japon Yeni, İsviçre Frangı, Alman Markı ve ECU'dur. Vade yapıları, 1,3,6,9 ve 12 aydır¹.

Opsiyonu uygulayıp uygulamama esnekliği, opsiyon sahibine parasal bir değer kazandırdığından, bunun bir ücreti olması gerekir. Bu da opsiyonun maliyetini ifade eden ve döviz başına sabit bir miktar olan opsiyon primi (fiyatı) dir. (Seyidoğlu 1994:86) Opsiyon sahibinin alma ya da satma hakkını belirleyecek unsur uygulama fiyatıdır. Bu da genellikle cari kura göre ayarlanır.

¹ Bu bilgiler Philadelphia borsası için geçerlidir.

Borsa opsiyonlarının vadeli işlemlerden üstün bir yanı, kolaylıkla işlem konusu olmaları ve rahatlıkla tasfiye edilebilmeleridir. Bunun yanında standartlaşmanın getirdiği kısıtlamalar ve satıcıların ödemek durumunda oldukları marj da olumsuz yanlarıdır. (Fettahoğlu 1991:29)

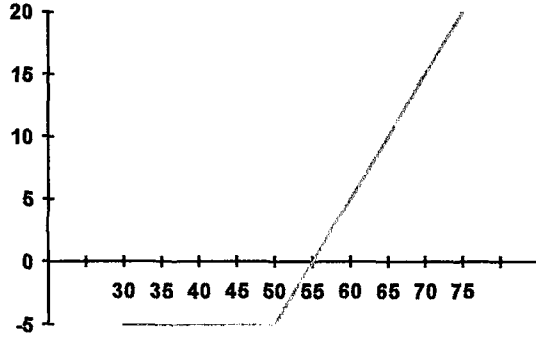
Borsa opsiyonlarının nasıl uygulandığını bir örnekle görmeye çalışalım:

Bir Türk Firması (T) Alman (A) firmasından 10,000 DM'lik ithalat yapmıştır. 2 aylık vade sonunda yapacağı ödemenin TL karşılığını sabitlemek için DM opsiyon alım sözleşmesi yapmıştır. Opsiyon primi Mark başına 5000 TL ve temel fiyat (U) $TL/DM=50,000$ olarak belirlenmiştir.

i. Vade tarihinde spot kur (S) 60000 TL ise; T firması opsiyonu uygular. Çünkü, spot kur uygulama fiyatından pahalıdır, dolayısıyla sözleşmeyi uygulamak firmanın çıkarınadır. Kazancı: $10,000 \times 60,000 = 600,000,000$ TL ve Net karı: 550,000,000 TL'dir.

ii. Spot kur temel fiyatın altına düşmüşse: Örneğin, 45,000 TL ise firma opsiyonu uygulamaz. Çünkü, temel fiyatı uygulamak firma lehine değildir, spot kur daha ucuzdur. Kaybı, sadece sözleşmeyi uygulamamaktan kaynaklanan prim tutarı (50 milyon TL) kadardır. Sözleşmeyi uygulaysaydı kaybı 500 milyon TL olacaktı.

iii. Spot kurun 50,000 \$/TL olduğunu düşünelim. Uygulama fiyatıyla eşit olduğu için firma sözleşmeyi uygularsa kaybı sadece opsiyon primi (10 milyon TL) kadar olacaktır. Spot kurun 55,000 TL olduğu durumda, DM başına uygulama fiyatıyla spot kur eşittir. Opsiyonu uygulamanın firma için kazanç ya da kayıp ifade etmediği bu kur başabaş (break-even) kurudur ve bu kurun üzerindeki noktalar, teorik olarak sonsuz karlılık ifade eder (Seyidoğlu1994:88). Üç durumu da şekil yardımıyla göstermeye çalışalım:



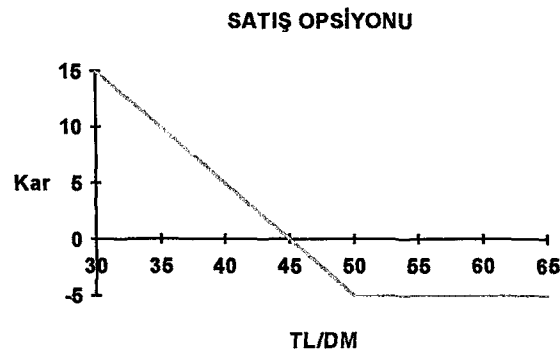
Yukarıdaki örneği satış opsiyon için de kullanabiliriz:

T Firması 10,000 \$'lık ihracat yapmıştır. Alacağının TL karşılığını sabitlemek için bir DM satış sözleşmesi gerçekleştirmiştir.

i. Vade sonunda spot kur 50.000 ve üzerindeyse, sözleşmeyi uygulamak firma için karlı değildir. Çünkü spot kurdan döviz satmak daha kazançlıdır. Bu durumda kaybı sadece opsiyon primi kadardır. Sözleşmeyi uygulasaydı kaybı sınırsız olacaktı.

ii. Spot kur 45,000 TL ise, firmaya sözleşmeyi uygulama maliyeti ile bırakma maliyeti aynıdır (50,000 TL/DM). Bu da başabaş kurudur.

iii. Spot kur 45.000 TL'nin altında ise, sözleşmeyi uygulamak opsiyon sahibi için karlıdır. Kur düştükçe potansiyel kar da artacaktır. (Seyidoğlu 1994: 87)



Daha çok dış ticaret firmalarının, döviz riskine karşı korunmada başvurdukları opsiyonlarda, sözleşmelerin vade, fiyat ve miktarlar açısından standart olmaları bir

kısıtlayıcı özelliğidir. Bir başka kullanım alanı olarak da, esnek olması dolayısıyla yurtdışı yatırımları görmekteyiz. Bunlara ilaveten, döviz akımına neden olabilecek ihale veya yabancı şirket alımlarında kur riskine karşı opsiyonlara başvurulmaktadır. Spekülasyon amaçlı faaliyetler de söz konusu olmaktadır. (Seyidoğlu 1994:88)

2.2.2.2. Borsa Dışı Döviz Opsiyonları

Londra ve New York gibi büyük finansal merkezlerde yoğunlaşmış, ticaret ve yatırım bankalarının uygulanan, standart olmayan sözleşmelerdir. Tarihi, borsa işlemlerinden eskiye dayanır.

Borsa işlemlerinin aksine, sözleşme koşulları standart nitelikte olmayıp pazarlıkla belirlenir. Vadeleri genellikle 2-6 ay olmakla beraber 1 yılı aşanlar da vardır. Toptan ve perakende olmak üzere ikiye ayrılır. İlki, bankalar ve uzman firmalar arasındaki borsa dışı interbank ve borsaya bağlı toptan piyasadır. Perakende piyasada ise kur riskine karşı faaliyet gösteren firmalar ve müşteri olarak da, dış ticaret şirketleri ile finansal kuruluşlar vardır. İnterbank piyasa, diğer döviz işlemlerindeki gibi işlemektedir. Borsaya bağlı işlemlerin standart hale gelmesiyle borsa dışı işlemler üzerinde de aynı yönde kısıtlayıcı bir baskı oluşmaktadır.

2.2.3. Gelecek Opsiyonları (Futures Options)

İlk kez 1984'te Chicago IMM'de DM üzerinden gerçekleştirilen ve bütün GÜ paralarını kapsayacak şekilde yaygınlaşmış sözleşmelerdir. Opsiyonlarda olduğu gibi doğrudan döviz ya da faiz tutarları yerine, standart gelecek sözleşmeleri tercihli işleme konu olmaktadır. Buna göre; belirli miktar mal veya menkul değer için, önceden belirlenmiş fiyat ve koşullarda, gelecek bir tarihte teslimi öngören standart bir anlaşmanın, yine belirli bir temel fiyattan alım satım hakkı söz konusu olmaktadır.

Sahibine, standart bir gelecek sözleşmesinin haklarını kullanma olanağı veren bu sözleşmeler kur riskinden korunmanın ötesinde uygulamama serbestisi de tanır. Aslında temel amaç, anlaşmanın piyasa fiyatında oluşabilecek dalgalanmalardan yararlanarak spekülasyon kazanç elde etmektir. (Ceylan 1993:215)

2.2.4. Faiz Opsiyonları

Sahibine bir varlığı, belli bir faiz oranı ve vadede alma veya satma hakkı tanıyan, esnek araçlardır. Temel amaç faiz riskinden korunmak olan opsiyon alıcısı yine bir miktar prim öder. (Fettahoğlu 1991: 32)

Döviz opsiyonunda olduğu gibi borsaya bağlı ve borsa dışı işlemler şeklinde ikili bir ayrım vardır. Borsa dışı faiz opsiyonları daha çok bankalar tarafından faiz riskine karşı kullanılır. Bu tür faiz opsiyonlarının, üst faiz oranı sınırlaması (caps), alt faiz oranı sınırlaması (floors) ve alt-üst oranlar sınırlaması (collars) gibi türleri vardır. (Demirag-Godard 1994:344) Borsaya bağlı işlemler ise bir muhabir aracılığıyla ve vadeli sözleşmelere dayalı olarak yapılır.

Faiz oranlarında düşme beklendiği dönemlerde, alım opsiyonu edinmek, tersine yükseliş beklentisi olduğunda da satım opsiyonu alma şeklinde bir eğilim vardır. Bu temel opsiyon türleri dışında, altın ve hisse senedi opsiyonu gibi türler de mevcuttur.

2.2.5. Opsiyonlarda Değer ve Fiyatlama

Bir opsiyonda, asli değer (intrinsic value) ve zaman değeri (time value) olmak üzere iki değer vardır. Birincisi, sözleşmenin şimdi uygulanması durumundaki değeridir. Bunun için de, opsiyonun kazançta olması (in the money) yani alım opsiyonu ise spot kurun uygulama fiyatından büyük olması gerekmektedir. (Ceylan 1993: 217) Satım opsiyonunda ise, spot kur uygulama fiyatının altında kaldıkça asli değer artar. Kazançta olmayan opsiyonlar için yukarıda söylediklerimizin tersi geçerlidir.

Asli değer üzerinde, zamanla opsiyonun alacağı her değere zaman değeri denir. Diğer bir ifadeyle primden asli değer düşüldüğünde kalan değerdir. (Buckley 1992: 262) Vade bitimine kalan süre uzadıkça opsiyonun zaman değeri de o kadar artacaktır. Kur değişimi her zaman olası olduğundan, kazançta olmayan bir opsiyonun zaman değeri pozitifdir. Amerikan opsiyonlarında, zaman değeri vade bitimine kadar pozitifdir ve asli değeri aşar. Avrupa opsiyonlarda ise yalnızca vade sonunda uygulama

olduğundan, belirli bir durum yoktur. Süresi içinde kazançlı olan bir Avrupa opsiyonu vade sonunda kazançsız duruma düşebilir.

Kur değişme olasılığı ile beraber, alış opsiyonu için karlılık ve değer yükselir. Kur değişkenliği arttıkça opsiyon primi de yükselir. Döviz opsiyonlarının fiyatlamasında iç ve dış faizler de dikkate alındığından, hesaplama karmaşıktır. Opsiyon değerini belirleyen faktörler ise şöyle sıralanabilir:

- Ülkeler arası faiz oranı farklılığı,
- Kur değişimleri,
- Opsiyon arz ve talebi.

2.3. VADELİ İŞLEM (FORWARD) PİYASALARI

Vadeli sözleşmeler döviz kuru belirsizliklerine karşı, belirli miktardaki dövizin, üzerinde anlaşmaya varılan bir kurdan, belli bir tarihte teslimini öngören sözleşmelerdir. Genel anlamda, işleme konu olacak varlık, vade, fiyat ve miktarı bugünden belirlenerek ileride teslim koşuluyla alınıp satılır. (Ceylan 1993:228) Yani anlaşma bugünden, ödeme veya teslim ise ileri bir tarihte yapılır.

Vadeli işlemlerden, genellikle dış ticaret ve yatırım şirketleri, bankalar aracılığıyla faydalanırlar. Her tür mal ve piyasa için uygulanabilen vadeli işlemler, döviz ve faiz forwardı olmak üzere ikiye ayrılır. Vadeler bir günden bir kaç yıla değişebilmekte, bir yılı aşan sözleşmeler, bir, iki, ve üç aylık olarak düzenlenebilmektedir. Sözleşmede, vade, kur, miktar, tarih, yer ve isim gibi bilgiler yer alır. Vadeli kur tanım olarak spot kura benzemesine rağmen (bir birim döviz karşılığı ulusal para) ait olduğu dönem belirtilmektedir.

Spot kurla karşılaştırmalı ifade edilen vadeli kur, spot kurdan yüksekse vadeli prim (forward premium), düşükse vadeli iskonto (forward discount) doğurur. İki kur eşitse düz kur (flat rate) vardır. Tek bir kur gibi ifade ettiğimiz vadeli kurlar aslında alış ve satış kurları olarak iki türdür. Aradaki fark teslim süresi uzadıkça artmakta ve bankalara kazanç veya gider olmaktadır.

Vadeli işlemlerin kur riskini önlemek ve spekülatif kazanç sağlamak biçimlerinde iki tür işlevi vardır.

Spot piyasayla, işlemlerin bankalar ve brokerler aracılığıyla gerçekleştirilmesi, hızlı iletişim tekniklerinin kullanılması ve ödemelerin kayıt şeklinde hesaplara aktarılması gibi ortak özellikler taşır. Vadeli işlemler bankalarla müşterileri arasında ve bazen bankalar arasında (vadeli döviz İnterbankı) olarak ikiye ayrılır. İkincisinde, bankalar döviz pozisyonlarını denkleştirmek amacıyla, genelde alıcılarına uyguladıklarından daha yüksek kurlardan işlemlerde bulunurlar.

Yukarıda saydığımız üstün özelliklerinden dolayı GÜ'de oldukça kabul gören bir finansman yöntemi olan vadeli işlemler ülkemizde ancak 1990'da konvertibiliteye geçişle beraber uygulanmaya başlamıştır. İşlem sahibine sözleşme koşullarını kesinlikle yerine getirme zorunluluğu yükleyen anlaşmalardır.

2.3.1. Vadeli Kurların Belirlenmesi

Belirli dönemler itibarıyla ifade edilen vadeli kurlar, “düz kotasyon” (outright quotation) veya “swap kurlar” olmak üzere iki biçimde belirlenir. (Kırım 1991:33)

Tam kotasyonda vade ve kur tam ifade edilir. Bunu daha çok bankalar müşterilerine karşı kullanırlar. Swap kurlar ise, bankalararası (İnterbank) kurun, iskonto veya primi olarak ifade edilir. İskonto veya prim ise ülkelerarası faiz oranı farkına bağlıdır. Swap kurlar, alış (bid) ve satış (offer) kurları kısaltılarak gösterilir ve bu farka marj denir. Marjın genişliği ise piyasa istikrarı ve işlem hacmiyle ilgilidir. İstikrarsızlık belirsizliği ve denkleştirme işlemlerindeki riski artırır. (Seyidoğlu 1994: 75)

Vadeli işlemlerde kurlar spot işlemlerde olduğu gibi çapraz kurlarla ifade edilebilir. Prim veya iskonto hesaplanmasında spot ve vadeli çapraz kurlar karşılaştırılır.

Forward işlemlerde kur riski ve ticari risk olmak üzere iki tür risk vardır. Bankaların açık pozisyonu olduğu durumlarda kur riski vardır ve ters yönde

dengeleyici bir işlem yapmaları gerekir. Ticari risk ise taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi olasılığından doğar. Forward işlemlerin genel özelliklerini şöyle sıralayabiliriz:

- Sözleşme koşulları tarafların istekleri ve koşullarına göre belirlenir.
- Fiziki bir piyasa yeri olmayıp, işlemler bankalar tarafından iletişim araçları ile gerçekleştirilir.
- Vadeli işlemler ancak teslimle sona erdiğinden, takas ve devir mümkün değildir; fesih de tarafların isteğiyle olur.
- Sözleşme vadesi geldiğinde yükümlülükler karşılıklı olarak ifa edilir, ancak bundan önce hiçbir ödeme söz konusu değildir.

Vadeli işlemlerde taraflar, faiz farklılığından yararlanıp kar etmek isteyen arbitrajcılar, dış ticaret işlemlerinden doğan alacak ve ödemelerinde riskten kaçınan tüccarlar, kur değişimlerinden kazanç sağlamaya çalışan spekülâtörler ve yine riskten kaçınan risk sıfırlayıcılar (hedgers) olmak üzere sınıflandırılabilir. Hedgingi, özellikle kar marjı düşük ve işlem hacmi geniş işletmeler, kuvertör denen işlem ile kullanmaktadırlar. Ancak bu işlemler için vade 1 yılı aşmamalıdır.

2.3.2. Vadeli İşlem Türleri

Temel olarak, faiz ve döviz forwardı olarak ikiye ayrılan vadeli işlemlerin, swap işlemleri, kısa vadeli swap işlemleri, outright (düz) forward, döviz opsiyonlu forwardlar, döviz bekletme hesapları ve üstüste vadeli forward opsiyonları gibi türleri de vardır. (Ceylan 1993:232) Döviz forwardı yukarıda açıkladığımız genel özellikleri taşıdığından yalnız faiz forwardını özetlemeye çalışacağız.

2.3.3. Faiz Forwardı

Faiz riskinden korunmaya yönelik bu anlaşmalar son zamanlarda yaygınlaşmaya başlamıştır. (Ceylan 1993: 236)

Genel olarak vadeli döviz anlaşmalarından çok farklı olmayan faiz forwardı, faiz değişimlerinin olumsuz etkilerinden korunmak için kullanılır. Böyle bir anlaşma ile kredi kullanan taraf faiz artışından, kredi veren taraf da faiz düşme riskinden korunma amacındadır. Taraflar vade bitiminde öngörülen faiz ile cari faiz oranlarını karşılaştırıp, denkleştirme yoluna giderler, biri diğerinin kaybını tazmin eder.

2.4. GELECEK (FUTURES) SÖZLEŞMELERİ

Borsaya bağlı döviz sözleşmeleri arasında yer alan gelecek sözleşmeleri, standart tutar ve vadedeki, mal, döviz veya menkul değer, ilerde teslim koşuluyla alınıp satılmasını öngören anlaşmalardır. (Madura 1989: 242) Tanımdan anlaşılacağı gibi sözleşme koşulları standarttır ve sözleşmeler eldeğiştirebilir.

Günümüzde GÜ'nin belli piyasalarında uygulanan ve uluslararası vadeli işlemlerin bir bölümünü teşkil eden gelecek sözleşmelerinin tarihi de çok eskilere gitmez. İlk kez 1972'de CME'de (Chicago Mercantile Exchange: Chicago Emtia Borsası) IMM (International Money Market) bölümünde uygulanmış giderek yayılmıştır. Örneğin bugün, NewYork, Londra, Kanada, Avustralya ve Singapur gibi piyasalarda uygulanabilmektedir. Temel amaç, forward anlaşmalarda olduğu gibi kur ve faiz dalgalanmalarından korunmak olan gelecek işlemlerinin vadeli işlemlerden ayrılan önemli yönleri vardır:

- Gelecek sözleşmeleri organize borsalarda gerçekleştirilirken, vadeli işlemler taraflar arasında iletişim araçları yardımıyla olur.
- Gelecek sözleşmeleri koşulları standart iken, vadeli işlemlerde tarafların müzakeresi ile belirlenir.
- Gelecek sözleşmelerinde söz konusu varlığın teslimi fiili olmaktan çok karşı sözleşme veya nakit ödeme yoluyla gerçekleştirilir, teslim tarihi de standarttır.
- Gelecek sözleşmelerinde borsaya bağlı işlem yapıldığından sözleşmeye uymama riski ortadan kalkmaktadır.

- Gelecek sözleşmelerinde kur değişmelerine bağlı olarak günlük ödeme sistemi olduğundan, sözleşmeye uymama riski ortadan kalkmaktadır. Buna nakdi teminat sistemi de denir.

- Gelecek sözleşmelerinde, fiyat belli bir düzeye ulaştığında, aşırı yükselmelerin önlenmesi için artık işlem yapılmasına izin verilmez.

- Gelecek sözleşmeleri hergün piyasaya kaydedildiğinden, fiyat değişimlerinin daha kolay kaydedilmesini ve ödenmeme riskini azaltmaktadır. (Parasız-Yıldırım 1994:337)

Gelecek işlemlerindeki kurlarla, vadeli kurlar arasındaki dalgalanmalar arbitraj mekanizmasıyla giderilir.

2.4.1. Gelecek Sözleşme Türleri

Döviz gelecek sözleşmeleri, faiz gelecek sözleşmeleri ve endeks gelecek sözleşmeleri olmak üzere üç temel türü vardır.

2.4.1.1. Döviz Gelecek Sözleşmeleri

Belirli miktar bir dövizin, bir başka döviz karşılığında, bugün belirlenmiş bir kurdan ve vadeden, gelecekte teslimi koşuluyla yapılan anlaşmalardır. Döviz gelecek sözleşmelerinin temel fonksiyonları kur riskinden korunmaktır. (Ceylan 1993:243)

2.4.1.2. Faiz Gelecek Sözleşmeleri

Faiz getirisi olan mali araçlar yanında, Eurocurrency mevduat hesabı üzerinden de gerçekleştirilir. Kotasyon ise 100'den faiz oranı veya iskonto oranı düşülerek yapılır ve günlük yayınlanır.

2.4.1.3. Endeks Gelecek Sözleşmeleri

Hisse senedi endeksleri üzerine yazılan bu tür gelecek kontratları, 1980'lerde ortaya çıkmış ve yaygınca kullanılmaya başlanan bir finansal korunma (hedging) aracı haline gelmiştir. İlk kez 1982'de Chicago Ticaret Borsası'nda (Chicago Mercantile Exchange:CME) 500 S&P Endeksine dayalı sözleşmeler ile alım satımı yapılan endeks

sözleşmelerinde işleme konu olan spot ürünler ya da kıymetli kağıtlar değil, onları temsil eden endekslerdir. (Kırım 1991:38)

Belli bir hisse senedi portföyünün, belli bir borsa endeksine dayanarak, bugünden tespit edilmiş bir fiyat ve vadede alınıp satılmasını öngören endeks sözleşmelerinde, vade bitiminde sözleşmedeki endeks ile cari endeks arasındaki farktan kaynaklanan kazanç veya kayıplar, taraflar arasında nakit ödeme yoluyla giderilir. Ancak fiziki teslimat genelde olmaz. Bu tür sözleşmelerin temel amacı, hisse senedi portföyünün sistematik riskinden korunmaktır. (Ceylan 1993: 239)

Bu tür gelecek sözleşmelerinde esas alınan belli başlı endeksler şunlardır: Standard & Poors, NYSEI, Value Line Karma Endeksi (VL), Major Market Endeksi (MMI), Financial Times Endeksi (FT-SE-100) ve Tokyo Nikei Endeksi.

Endeks sözleşmelerinde fiyatlama, belirli bir standart sözleşme büyüklüğü (örneğin 500 \$) ile sözleşmede yeralan endeksin günlük değeri çarpılarak elde edilir. Teslim tarihinde de cari endeks ile aynı büyüklük çarpılıp, fark sözleşme sahibine ödenir. Böylece sözleşme sahibi, hisse senedi fiyatlarının ve endeks değerinin gelecekte yükselmesi olasılığı karşısında yüksek fiyat ödeme ve elindeki bir varlığı bugünden belirlenen bir fiyatla alan bir yatırımcı da, vade boyunca parasını risksiz bir yatırıma yönlterek hisse senedi portföyünün değerinde düşüş riskine karşı kendilerini korumuş olmaktadır.

2.4.2. Gelecek Piyasalarının İşleyişi

Gelecek sözleşmelerinde günlük ödeme yanında, anlaşmayı garanti edecek unsurlardan en önemlisi takas merkezidir (clearing house). Borsadaki tüm alışverişlerde, karşı taraf rolünü üstlenerek, yükümlülüklerin yerine getirilme garantisi sağlar. İki taraf da her işlem günü sonunda takas merkezine yaptıkları sözleşmeyi iade ederler. Bundan sonra bütün yükümlülük takas merkezine geçer.

Garanti unsuru açısından önemli bir kavram da işlemlerin marjda yapılmasıdır. Böylece sözleşmeye taraf olanlar, spot kurda veya faizde oluşabilecek avantajlardan yararlanabilme olanağına kavuşmakta ve yükümlülüklerin ifa edilmeme riskinden de

korunmuş olmaktadır. İşlem değerinin belli bir yüzdesi olarak yatırılan marj, peşin ödenmediği gibi para dışında bir araç da kullanılabilir.

Taraflar pozisyonlarını denkleştirmek için, aynı tarih ve sayıdaki, farklı fiyatlı gelecek sözleşmeleri yaparlar.

2.4.3. Gelecek Sözleşmelerinde Taraflar

Üretici, tüketici, mali kuruluşlar, şirketler, ferdi yatırımcılar ve spekülâtörlerdir. Borsa üyesi aracılar yardımıyla bu işlemleri yürütenler ise hedging yapanlar ve spekülâtörlerdir.

Hedging amaçlı faaliyet gösterenler, ileride yapacakları alım satıma konu olacak varlıkların, fiyat ve değerlerinde doğabilecek olumsuz değişikliklerden korunmak amacındadırlar. Spekülâtörlerse, önceden yaptıkları tahminlere dayanarak, kazanç sağlamaya çalışırlar. Bir varlığın vadeli fiyatının artacağı tahmin ediliyorsa, spekülasyon amaçlı alım gerçekleştirilir (uzun pozisyon). Zarar yönünde bir tahmin varsa sözleşme satılır (kısa pozisyon). Bu tür faaliyetlerle spekülâtörler, borsalardaki işlem hacmi ve likiditeyi artırıp, arz-talep dengesi ve fiyat istikrarı konularında olumlu katkıda bulunurlar. Spekülasyon faaliyetleri en fazla, marjın düşük, sözleşme değerinin de vade sonuna kadar ödenme zorunluluğunun olmadığı durumlarda görülür. Spekülâtörler ile hedging yapanlar, zıt ilgi alanları ve çelişir gibi görünen çıkarlarına rağmen, aynı vadeli sözleşmeye yöneldiklerinde karşılıklı çıkarlarını korumuş olurlar. (Parasız-Yıldırım 1994:182)

İKİNCİ KISIM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARDA KULLANILAN ARAÇLAR

2.5. DEĞİŞKEN FAİZLİ TAHVİLLER (FRNS: FLOATING RATE NOTES)

Uluslararası piyasalarda, artan kur ve faiz dalgalanmaları ve özellikle 1983-84 yıllarında gözlenen dolar faiz oranlarındaki yükselişler, sabit faizli tahviller yanında değişken faizli araçlara gereksinim doğurmuştur. (Fettahoğlu 1991:35)

Eurobankalar aracılığıyla yaygınlaşan bu araçlar, borç değişimlerindeki faiz riskini azaltmakta ve faiz marjını da hesaplayabilme olanağı yaratmaktadır. FRN'ler ortaya çıkışı 1970'ler olan fakat 1980'lerde başarılı yaygın kullanıma ulaşmış araçlardır. Faiz yapısı düzenli aralıklarla LIBOR'a göre yeniden düzenlenir. Eurotahviller gibi küçük tutarlarda fakat 5-10 yıllık vadelerle çıkarılırlar.

FRB'ler faiz kuponu taşırlar ve kupon faizleri de piyasa faiz oranlarına göre belirlenir. Emisyoncunun uzun vadeli veya kısa vadeli faiz tercihinine göre, sermaye piyasası veya para piyasası faiz oranı, temel faiz için ölçü alınabilmektedir. (Örneğin, LIBOR, FIBOR veya LIMEAN² gibi) Genelde çeyrek ya da yarım yıllık faiz kuponu taşıyan FRB'ler, diğer tahvillerden farklı olarak, daha sık ve bileşik uygulanan faiz etkisiyle yüklü bir kupon getirisi sağlamaktadır. Kupon vadesinden iki gün önce de bir sonraki dönemin faiz oranı belirlenmektedir.

3 veya 6 ayda ayarlanan faiz oranları ve kupon ödemeleri Libor'a ayarlanır. Efektif faiz oranı ise libora %0.25-%1.5 arasında bir marj (spread) eklenerek elde edilir. (Fettahoğlu 1991:38) Marj, borçlunun kredi değerliliği, tahvilin süresi ve arz-talep ilişkisine bağlıdır. FRB faiz oranları ayarlaması, piyasa faiz oranlarına bağlı

² Libor ve Libid'in ortalama değeridir. Libid ise bir bankanın bir mevduata ödemeyi kabul edebileceği bir faiz oranıdır.

olduğundan, bu oranlardaki değişimler ne kadar önemsizse, faiz ayarlaması da o kadar sık yapılır.

FRB’lerde tahvil koşulları arasında yeralan en düşük faiz hükmü, faiz oranlarının aşağı doğru esnek olmadığını göstermektedir. FRB’ler faiz yapıları açısından üç önemli özellik taşırlar:

- Dönemler itibariyle ayarlanabilen faiz.
- Ayarlama piyasa faiz oranının dikkate alınması.
- Kupon süresinin daha sık oluşması.

Değişken faizli tahviller, faiz koşulları açısından başlıca üç gruba ayrılır:

i. Üst Faiz Oranı Sınırlandırılmış Tahviller: Temel faiz oranı piyasa faiz oranını aşamaz ve ödeme bu en yüksek faiz (cap) üzerinden yapılır. Emisyoncusuna, artan faiz oranlarına karşı ödeme yükümlülüğünden kurtulma ve tahvilden bağımsız, üçüncü bir kişiye devredilebilme ve faiz opsiyonu niteliğinden yararlanma olanağı tanır.

ii. Değişken Faizli Drop-lock Tahviller: Faizlerin alçaldığı durumlarda, doğrudan sabit faizli bir yatırıma dönüşebilen, yatırımcısına asgari bir getiri güvencesi sağlayan tahvillerdir.

iii. Konvertibl (Değişken) Faizli Tahviller: Sahibine sabit faize dönebilme hakkı tanır.

iv. Süresiz Değişken Faizli Tahviller: Vade sınırlaması olmayan ve yatırımcısına satış opsiyonu yoluyla parasını geri isteme fırsatı tanıyan araçlardır.

v. Değişken Faizli Flip-Flop Tahviller: Sahiplerine uzun vadeli senetleri ilerde yeniden almak (flop) koşuluyla, kısa süreli senetlerle değiştirme hakkı veren değişken faizli tahvillerdir.

vi. Mini-Maks Tahviller: En düşük ve en yüksek faiz oranlarının belirlendiği tahvillerdir. Bu aralık ne kadar dar olursa sabit faizli tahvillere benzeme özelliği artar.

vii. Değişken Faizli Mismatch Tahviller: Faiz ayarlamalarının aylık yapıldığı ancak esas olarak altı aylık para piyasası faiz oranının temel alındığı değişken faizli tahvillerdir.

FRB'ler emisyoncusuna uzun vadeli faiz riski koruması ve en uygun refinans olanağı tanımaktadır. Piyasa faiz oranına göre belirlenen faiz ile emisyoncu geri satın alım karı elde edebilmektedir. (Fettahoğlu 1991:40) Emisyoncusuna ayrıca, ihtiyacı ve piyasa faiz oranına göre tahvil çıkarma şansı tanır.

Yatırımcısına ise emisyoncu ile karşıt koşullar ve avantajlar sağlar. Yatırımcıya sağladığı en önemli üstünlük, faiz riskini telafi etmesiyle, yatırımların faiz duyarlılığının artmasıdır. Ayrıca, yüksek faizlerden kaynaklanan sermaye kayıplarından korunma olanağı yaratmaktadır. Öte yandan yatırımcı yüksek faiz düzeyinde yüksek getiri sağlar. Yatırımcı açısından sakıncası ise faizlerin sıkça ayarlanması sonucu oluşan belirsizliktir.

FRB'de taraflar çıkar uyumsuzluğu içindedir. Örneğin yüksek faiz dönemlerinde borçlu taraf ihraca yönelirken, yatırımcı alımlar için düşük faizli dönemleri tercih edecektir.

2.6. ÇİFT PARA BİRİMLİ TAHVİLLER (DUAL CURRENCY BONDS: DCBS)

Emisyoncusuna düşük faizli dövizlerle, borçlanabilme ve kendi ulusal parasıyla ödeme imkanı sağlayan ve ödeme yükümlülüğü açısından kur riskini yatırımcısına aktaran yeni bir finansal araçtır. İlk kez ABD'de Transamerica adlı şirket tarafından çıkarılmıştır. (agk.42)

Bu araçların gelişmesindeki temel faktör, daha önceleri kullanılan yabancı para birimli tahvillerin, vadesine kadar ortaya çıkabilecek kur artışlarından dolayı borçlusunu zarara uğratmamasıdır.

DCB’lerde, ihraç ve faiz bedelleri bir para birimi, itfa ise ayrı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilir. İki ayrı para birimi farklı ihraç verimliliği taşır. Bu da bir yandan kaynak maliyetini düşürücü etki yaparken, diğer yandan da gerçek bir verimlilik ölçütü hesaplamayı güçleştirmektedir. (agk.43)

Daha çok İsviçre sermaye piyasasında yaygın olan DCB’ler değişik özelliklere sahiptir:

- i. Para birimleri genelde Sfr ve \$ olup en düşük çıkartım bedeli 500 Sfr’dir,
- ii. DCB kuponları bu piyasadaki benzer vade ve faiz yapısındaki senetlerin koşullarına uygundur ve kupon ödemeleri de Sfr üzerinden yapılır.
- iii. Tahvil bedelleri genellikle \$ ile ödenmektedir.

DCB emisyoncuları, cari faiz ödemelerinde döviz riskini sınırlandırma, anapara ödemelerinde ise tamamen ortadan kaldırma olanağına sahiptir. Kaynak maliyeti düşerken, kur riski de yatırımcıya aktarılmaktadır.

Yatırımcı açısından ise, faiz kuponlarıyla zaten düşük olan kur riskini dengeleyebilme üstünlüğü taşır. Ancak, kur riski ne kadar azaltılsa da, tamamen yok olmamakta ve itfa dönemine birikmektedir. Yatırım kar veya zararı DCB koşullarıyla belirlenen kura bağlıdır.

2.7. KUPONSUZ TAHVİLLER (ZERO COUPON BONDS:ZCBS)

Süreleri içinde herhangi bir faiz ödemesini gerektirmeyen, hem likidite darlığını aşabilecek, hem de yabancı sermaye gereksinimini karşılamada kullanılabilen araçlardır. İlk kez 1982’de Pepsi firması tarafından satışa sunulmuştur. (Agk.47)

Ortaya çıkışında likidite sıkıntısını aşma çabası olan kuponsuz tahviller, FRB’lerde olduğu gibi, faizlerin yıllık veya altı aylık periyotlarla düzenli ödenmediği, yalnız vade bitiminde yatırımcıya başlangıçtaki tutarla beraber ödendiği borçlanma araçlarıdır. Yatırımcı, vadesinden önce satıp getiri elde edebilir. Bu da alış satış fiyatları arasındaki farktır.

Kuponsuz tahvillerde ihraç fiyatı, vadeye, emisyoncunun kredibilitesine ve sermaye piyasası faiz oranlarına göre belirlenir. İhraç fiyatı, tahviller kuponsuz olduğu için, bir indirimle (dizacyo, iskonto) başabaşın altındadır. İndirim tutarı da tahvil piyasasındaki cari getiri düzeyi ve vadeye bağlıdır. Yatırımcının itfa anındaki karı, itfa tutarı (nominal fiyat) ve edinme maliyeti arasındaki fark kadardır. Tahvilin verimliliği ise itfa karı ve tahvil süresi içerisindeki toplam faiz ödemeleri gibi faktörlere dayanır.

Kuponsuz tahvillerde fiyat, kuponlu tahvillere göre artan oranlı, yani kaldıraç etkisiyle gelişir. Söz konusu etki de, süre uzunluğu ve tahvil piyasası getiri düzeyindeki azalmayla doğru orantılıdır.

Kuponsuz tahviller, tranşlı (serili) ve kuponu ayrılabilen (striped) olmak üzere iki türlü çıkarılırlar. Birinci gruptakiler nominal değerin altında çıkarılır ve vadesinde başabaşın altında itfa edilir. Toplam ihraç tutarı parçalara (tranşlara) ve vadelere ayrılır. Kuponları ayrılabilir olanlar ise, daha çok özel kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilen ve vade bitiminde anapara ve faiz ödemelerinin bir defasında itfasını öngören araçlardır.

Emisyoncu açısından en önemli özelliği, faiz ödemelerini vade sonuna erteleyerek işletmeleri likidite açısından rahatlatmasıdır. Ayrıca efektif getirileri düşük olduğu için, emisyoncuya düşük kaynak maliyeti sağlamaktadır.

Vade bitiminden önce itfa olmaması, bir yandan kaynak maliyetini düşürürken, diğer yandan da emisyoncunun yeni koşullardan yararlanma olanağını yok etmektedir. (agk.50) Dönem sonunda faiz ödemesi ise yatırımcıyı yeniden yatırım riskinden korur. Bu anlamda yatırımcı yüksek bir faiz ve kur riskine sahiptir. Ancak, ihracı takiben faiz oranı ciddi şekilde düşerse, ortalamanın üzerinde bir kur karı sağlanabilir.

2.8. İNDİRİMLİ (İSKONTOLU) TAHVİLLER (DISCOUNT BONDS)

İlk kez ABD’de 1982’de Martin Marietta şirketi tarafından çıkarılan indirimli tahviller, kuponsuz tahvillerin gelişiminde de öncü rol oynamışlardır. Çıkarım anında sermaye piyasası cari getirisinin çok altında ve vade boyunca sabit bir faiz oranına

göre düzenlenirler. Birinci özelliği ile kuponsuz tahviller, ikincisiyle de normal tahvillere benzemektedirler. İndirimden dolayı faiz oranı başabaşın altındadır.

İndirimli tahvillerde indirim miktarı vade uzunluğuna, ve sermaye piyasası faiz oranı ile tahvil faizi arasındaki farka ve borçlunun kredi itibarına bağlıdır. Emisyoncuya, vade boyunca çok düşük bir likidite yükü getirmesi ve borçlanma maliyetinin vade sonuna ertelenmesi gibi önemli avantajlar sağlar. Ancak vadeden önce itfa olmaması faiz riski doğurur.

Yatırımcı içinse, vade sonlu olması nedeniyle, ödenebilme, ülke ve kur riski doğurması olumsuz yönlerdir. Ayrıca, nominal faiz oranlarının düşük olması da düşük ödemeye neden olduğundan, yeniden yatırım riskini yatırımcı üstlenmektedir. Getiri düzeyinin sermaye piyasası faiz oranına göre belirlenmesi geniş bir dalgalanma aralığı ve faiz riski oluşturmaktadır.

2.9. DÖVİZ OPSİYONLU TAHVİLLER (MULTIPLE CURRENCY CLAUSE BONDS)

Temel fonksiyonu yatırımcısını belirsizliklerden doğan kur kayıplarından korumak olan döviz opsiyonlu tahviller diğer yeni araçlar gibi 1980'lerin başlarında kullanılmaya başlamıştır. Bu araçlar, yatırımcıları kur karı şansından yoksun bırakmadan, belirsizlik durumunda yatırımdan alıkoymaktadırlar.

Döviz opsiyonlu tahvillerde, yatırımcı çıkarım anında iki veya daha fazla para birimi arasından seçme hakkına sahiptir. Başlangıçta, bu opsiyonlu dövizlerin birbirine çevrilebileceği ve ihraç anındaki kuru esas alan bir dönüşüm kuru belirlenir. Dalgalanmalar sonucu, dönüşüm kuru ve cari kur arasındaki fark opsiyonlu tahvil sahibinin kazancını oluşturur. Döviz türü ve sayısına göre, yatırımcının kur riskine karşı korunması ve kazanç elde edebilme şansı artar. Opsiyon kullanımının son günü ile borçlunun ödeme günü arasındaki zaman dilimi ödeme hazırlığı açısından önemlidir.

Bu tür tahviller, emisyoncu açısından, bir yandan kur riskine karşı güvence sağlarken, faiz ve geri ödemelerin dayandığı dövizde, bir kur artışı yaşanması

durumunda bu riski artırmaktadır. Bu durumda yatırımcı ise ödemeleri bu döviz cinsinden talep edecektir. Ulusal para yatırım aracı olarak kullanılmışsa dalgalanmalardan doğan kur kaybı artacaktır.

Özetle, alacaklı ve borçlu, kur beklentisine göre farklı dövizlerdeki sözleşmeleri alma eğilimine sahiptirler. Uzun süreli tahvillerde, opsiyon döviz sayısının artması, kur kayıplarından korunmayı azamileştirecektir.

Yatırımcıya, kur riskine karşı daha güvenli gördükleri döviz faiz ve geri ödemelerde kullanma olanağı tanır. Bunun için de opsiyona konu olan döviz tür ve sayıları mümkün olduğunca fazla olmalıdır. Ulusal paranın opsiyon döviz olarak tercihi durumunda kur artışlarında alacaklı kazançlı olacaktır. Yatırımcı açısından sakıncalı taraf faiz oranlarının düşük olmasından dolayı faiz getirisinin sınırlı olmasıdır.

2.10. ECU TAHVİLLER

Uluslararası sermaye piyasalarının yeni araçlarından olan ECU tahvilleri, ağırlıklı ve yapay bir para birimi olan ECU'ya (Avrupa Para Birimi) dayanmaktadır. İlk kez 1982'de çıkarılmasına rağmen kısa sürede, DM ve \$'dan sonra tahvil piyasasının üçüncü önemli para birimi haline gelmiştir. Bunda, ECU'nun diğer paralarla karşılaştırıldığında daha düşük faiz ve kur riski taşımasının büyük önemi vardır. (Parasız 1994: 244)

Konsorsiyum oluşturulması ve diğer ihraç koşulları normal yurt içi tahvillerdeki gibi olan ECU tahvilleri, çoğunlukla sabit faiz ve 3-15 yıllık vadelerle çıkarılırlar. 1984'ten itibaren kuponsuz ve değişken faizli olarak da çıkarılmaktadır. İhraç genelde halka arz şeklinde ve Lüksemburg borsalarına kote edilerek gerçekleştirilir.

ECU tahvillerinde, faiz, geri ödeme ve tüm işlemler ECU ile yapılır. ECU bir döviz sepeti olduğu için, tahvilin değeri de bu sepeti oluşturan paraların ortalama bir değeri olarak tespit edilir. Tahvilin vadesi boyunca, ortak parayı oluşturan birimlerin değerinde ortaya çıkabilecek değişmelerle, döviz tabanı yeniden ayarlanır. Bununla beraber borçlunun yükümlülüklerine ilişkin koşullar yeniden tanımlanır. Böyle değişiklikler olmadığı takdirde, borçlu ve alacaklı belli bir vade içinde geçerli olacak

ve daha önceden belirlenmiş bir değişim oranından yükümlülüklerini yerine getireceklerdir.

Faiz oranı da ECU'yu oluşturan paraların ulusal sermaye piyasalarındaki faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır.

Emisyoncu açısından, normal tahvillere göre kur riskini sıfıra indirgemese bile oldukça düşük düzeylere indirmesi büyük avantajdır. Ayrıca, ağırlıklı para olma özelliği nedeniyle tek tek ulusal paralardan daha istikrarlı fiyat ve faiz değişimleri arzederler. Öyle ki, Eurodolar piyasasından daha düşük faiz oranları görülmektedir.

ECU üzerinden borçlanma ile işletmeler esneklik ve döviz farklılaştırması elde etmektedirler. Normalde, tek para biriminin değeri 5 yılda bir AB tarafından belirlendiği ve bunun dışında bir değişimin ender görülmesinden dolayı ECU tahvilleri yüksek derecede sağlamlık ve kararlılık taşırlar. Bu yüzden başta ÇUŞ, dış ticaret şirketleri için gözde bir borçlanma aracıdır. Söz konusu olabilecek tek kayıp, borçlunun ulusal parasında olabilecek kur değişimlerine bağlı kayıplardır. (Agk. 62)

Yatırımcılar, ECU tahvili almakla kur ve faiz riskini üye ülke paraları arasında paylaştırmaktadır. Ayrıca, yatırımcı ulusal para biriminin değerlendirilmesi durumunda, vadesi dolduğunda itfayı kendi parası cinsinden talep edebilir. Sepet paralara dayalı tahviller, zayıf paralı ülkelerde değerli dövizlerle takas edilmek, güçlü paraları olan ülkelerde ise portföylerini çeşitlendirmek amacıyla yatırım aracı olarak talep edilirler.

2.11. MEVDUAT SERTİFİKALARI (CERTIFICATE OF DEPOSITS: CDs)

Kullanılmaya başlaması 1960'lara kadar inen ancak son zamanlarda yaygınlaşan bir borçlanma ve yatırım aracıdır. Gelişim faktörlerinden en önemlisi, geleneksel finansal araçların artık, pasif yönetiminde yeterli etkinliği sağlayamaz hale gelmesidir. (Agk.64) Çünkü, uluslararası kredilerin yapı ve koşullarındaki değişiklikler, vadesiz mevduatlarda ve tasarruflarda azalışla beraber, vadeli mevduat, tahvil ve yatırım senetlerinin artması, kaynak maliyetini artırmakta, pasif yönetimini

güçleştirmekte ve kredi kurumlarının karlılığını olumsuz etkilemektedir. Bu anlamda, bankalar için mevduat sertifikaları hem borçlanma hem de yatırım için iyi bir araçtır.

CD'ler, genelde sabit faizli ve hamiline göre düzenlenir ve vade ve tutar açısından esneklik sağlayan, bankalardaki mevduatlara dayalı olarak çıkarılan ve para piyasasında işlem gören araçlardır.

CD'lerin yabancı kaynak sağlamadaki etkinlikleri vade ve faiz yapılarını içeren düzenleme koşullarından kaynaklanmaktadır. Vadeleri 20 gün ile 5 yıl arasında değişir. Orta vadeli CD'ler, talebe göre (tap issue) ve anlık tutarlar (tranche issue) olarak iki biçimde çıkarılırlar. Vade bitiminde nominal değerden itfa edilirler.

Faiz koşullarının belirlenmesinde, piyasa koşulları, emisyoncunun kaynak gereksinimi ve kullanım alanları gibi faktörler yeralır. Faiz yapılarına göre mevduat sertifikaları; değişken faizli başabaş, başabaşın üstünde ve altında arzedilmektedir.

CD çıkarımıyla kaynak akışı yatırımcılardan bankalara yönelmekte ve etkinliği artırmaktadır. Ayrıca bankalar CD çıkarımıyla, mevduatlarda olduğu gibi talebi banka dışı faktörlerce değil doğrudan yönlendirme fırsatına sahiptirler. Öte yandan farklı biçimlerde düzenlenmeleri, sertifikaları alanların likiditelerini artırıp, pasiflerin vade riskini azaltmaktadır. Bankalar, aynı özellikten dolayı kayba da uğrayabilirler, Örneğin vadesiz mevduatlara dayalı çıkarılan CD'ler likidite ve karlılık problemleri yaratabilirler.

CD'ler bankaların ellerindeki olanakları artırarak, yeni piyasa ve müşteri kazandırır. Koşulları ile müşteri bağlamada başarılı bir araç olan CD'ler yabancı sermaye için kararlılığı teşvik etmekte ve mevduat artışı yaratmaktadır.

Yatırımcısına, türlü düzenleme olanakları ve müşteri isteğine uygun oluşuyla ve hamiline çıkarılmalarıyla CD'ler üstünlükler sağlamaktadır.

2.12. FİNANSMAN BONOLARI (COMMERCIAL PAPER: CPs)

Para piyasalarının yeni bir aracı olan CP'ler, özellikle enflasyonist ortamlarda uygulanan sıkı para politikaları sonucu emisyon olanakları daralan firmaların, çalışma

sermayesi gereksinimlerini karşılamak için, genelde güvencesiz ve hamiline çıkardıkları, kısa vadeli borçlanma senetleridir. Vadeleri genelde 50-90 gün olup 270 olanlara da rastlanmaktadır. (Tileylioğlu 1991:5)

Güvencesiz çıkarılmaları, bu araçları satın alanların yüksek kredibilite ve likiditeye sahip kurum ve kuruluşlar (Sosyal sigortalar ve Emekli Sandığı gibi) olmalarıyla ilgilidir.

CP'ler için ayrı bir faiz ödemesi söz konusu olmayıp, iskonto edilerek çıkarılmaktadırlar. Vadesinde nominal değer üzerinden itfa edilirler. Devredilebilme niteliklerinden dolayı banka kredilerine önemli bir alternatif durumundadırlar. Halka arz ve dolaylı olarak kredi kurumlarınca arz şeklinde iki türlü çıkarılırlar.

Emisyoncu açısından, borç yönetimi ve vade yönünden esneklik sağlarlar. Böylece kaynak maliyeti de azaltılabilmektedir. Koşulların vade boyunca sabit olması bir yandan kaynak maliyetini düşürürken diğer yandan da elverişli koşullardan yararlanma olanaklarının kaybolmasına yolaçmaktadır. Maliyeti düşüren bir diğer unsur da teminatsız ihraçtır. Ayrıca bu bir güçlülük belirtisi olduğundan, işletmenin itibar ve pazarlık gücü artmaktadır.

19. yy'da ABD'de ortaya çıkan ve daha sonra başta Kanada olmak üzere birçok ülkeye yayılan finansman bonoları ülkemizde 1986'dan bu yana kullanılmaktadır. Yatırımcı için belli başlı üstünlükleri; hamiline çıkarılmaları nedeniyle likiditelerinin yüksek oluşu, sabit faiz oranıyla risksiz ve güvenli gelir sağlaması ve kredibilitesi yüksek firmalarca çıkarıldıklarından güven taşımalarıdır.

2.13. EURO-BORÇLANMA SENETLERİ (EURONOTES)

1980'li yıllarda ortaya çıkan ve uluslararası bankalarca işletmelerin borçlanma senetleri ile yükümlülüklerinin üstlenildiği araçlardır. Gelişiminin temelinde iki etmen vardır: Özellikle 1980 Borç Krizinin etkisiyle,yeni kredilerin sağlanmasında bankaların kısıtlayıcı davranışları ve kurumsal yatırımcıların likidite fazlalıkları.

Dönen (revolving) nitelikte ve güvencesiz çıkarılırlar. 1 aydan 6 aya kadar değişen vadelere ve devredilebilme özelliğine sahip bu araçların faiz oranları da Libor'a göre belirlenmektedir. (Seyidoğlu 1994:232) Euro-borçlanma senetleri, ticari ve yatırım bankalarından oluşan bir konsorsiyum aracılığıyla çıkarılırlar. Aracı bankaların sorumlulukları, danışmanlık ve satış işlemlerini kapsar. Euro-tahvillerde olduğu gibi, bankalar arasında düzenleme (arrangement), yüklenim (underwriting) ve satış acentalığı (placement agency) işlevleri paylaşılmaktadır.

Satış acentası tarafından yürütülen dağıtım işlemleri değişik biçimlerde gerçekleştirilmektedir. Örneğin, tek satış acentası (sole placing agent) yönteminde sadece tek satıcı yer alır. Böylece satışın daha hızlı ve kolay yapılması sağlanır. Ancak yüklenicilerin satış işlemlerindeki işlevlerini sınırladığından giderek önemi azalmaktadır.

Çoklu satış temsilcisi (Multiple placing agency) yönteminde ise, her yüklenici kendi payına düşen tutardaki senetin satış yükümlülüğünü üstlenir. Ancak paylaşım işleminin yüklenicilerin satış gücüne göre değil, paylarına göre düzenlenmesi, borçlu için sakınca doğurabilir.

Artırma konsorsiyumu (tender panel) yöntemi, iki yöntemin olumlu yönlerini birleştirir. Bu yöntemde konsorsiyum üyelerinin satış gücüne göre satış paylarının dağılımı gerekmektedir. Artırma konsorsiyumu, açık artırma yöntemiyle ihraç edilecek olan borçlanma kağıtlarını alacak ve satacak bankalardan oluşur. Yükümlenici topluluğu içinde yer almayan üyeler de konsorsiyuma katılabilirler. Konsorsiyum üyeleri arasında satış yetkisini elde etmeye yönelik bir tür yarışma gereği, kredi önerilerine göre en düşük faiz bildiren üyelere yönetici firma (tender agent) satış yetkisi verir. Satılmayan belgeler, yüklenicilere paylarına göre iade edilir. Konsorsiyum üyeleri arasındaki faiz belirleme rekabeti, üyeler arasında güç dengesi olmadığında, borçlu aleyhine olabilir. Koşullara uygun çıkarılan borçlanma senetleri, borçlu ve alacaklı arasında karşılıklı fayda sağlayacaktır.

Konsorsiyumun başarılı bir satışta bulunması da bazı koşullara bağlıdır. Örneğin borçlunun konumu yani kredi değerliliği, kısa süreli de olsa kredi riskini

yüklenen üyeler açısından önemlidir. İkincisi, yatırımcı için en uygun faiz oranı yatırımcı tabanının genişliği ile doğru orantılıdır. Bunun için de, boçlanmaya konu olacak tutarın en az 50 milyon \$ olması gerekmektedir. (Fettahoğlu 1991:74) Bunlardan başka, konsorsiyumu oluşturan yükümlenici topluluğu kalitesi ve satış acentelerinin etkinliği de önemli unsurlardır. Son olarak da, satışta yeralan bankaların beklentileri açısından gelişim kapasitesi olan bir Euro-borçlanma piyasası varlığı gerekmektedir. Bu piyasada kullanılan araçları da kısaca özetlemek gerekmektedir:

i. Dönen Nitelikte Satış Yüklenim Kolaylığı (Revolving Underwriting Facilities:RUFs)

Borçlunun gereksinimine göre belirli aralıklarla yenilenebilen, bankalarca kredi talep eden tarafa doğrudan değil de, karşılıklı varılan bir anlaşmayla, uzun vadeli taahhülle fakat kısa süreli emisyonlarla çıkarılan senetlerdir. Dönen nitelikte olması belirli aralıklarla yenilenmesinden kaynaklanır. Senetlerin vadeleri 1-6 ay arasında değişirken, bankalar konsorsiyumu 5-10 yıllık dönemde, belirli bir tutar krediyi taahhüt eder.

İlk zamanlarda tek satış acentası yöntemiyle ihraç yayginken, 1983'ten bu yana artırım yöntemi kullanılmaktadır. Kredi alan tarafın dönen tabanda çıkardığı bu senetler konsorsiyumun satış güvencesine tabidir. Faiz oranları LIBOR'a bir marj eklenerek belirlenir.

Kredi alanlar, RUF'leri bankalar konsorsiyumuna ancak daha iyi koşullarla alıcı bulamazlarsa satma hakkına sahip olduklarından, bu araçlar satış opsiyonu işlevi görürler. (Seyidoğlu 1994:234) Borçlular açısından şu üstünlükleri taşırlar:

- Yükümlenilen ve dönen nitelikli özellikleriyle işletmelerin uzun süreli finansman gereksinimlerini, esnek koşullarla karşılayabilmektedirler.
- Senet satışlarının artırım yöntemiyle gerçekleştirilmesi, ihraç eden tarafa çabuk ve güvenli kaynak akışı sağlamaktadır.

- RUF ihracıyla risk konsorsiyum ve yatırımcılar tarafından üstlenilirken, ödünç alan taraf ise LIBOR+marj ve provizyon maliyetine katlanır.

ii. Senet Çıkarma Kolaylıkları (Note Issuance Facilities: NIF's)

Senetli kredi olanakları olarak da tanınan bu araçlar, genel özellikleri açısından RUF'lere benzerler, Euro-borçlanma araçları içerisinde en yaygın olanlarıdır ve 1985 işlem hacmi 40 milyar \$'a yaklaşmıştır. (Fettahoğlu 1991:78) RUF'lerden farklı olarak, yenilenme özelliğine sahip değildirler.

Bankalar konsorsiyumu aracılığıyla, artırma yöntemiyle satışa sunulan kısa süreli ve sendikasyon kredileri yerine geçebilecek araçlardır. Dönen tabanda, 1,3,6 veya 12 aylık sürelerle çıkarılırlar. Bir fark da yükümleniciler açısından söz konusudur; her yükümlenici emisyonundan önce belirlenen bir miktar senedi üslenme hakkına sahiptir. Ancak, satış başarısı sağlanamadığında, yüksek bir faizden bankalara dağıtılması söz konusudur. Kredi sağlayanlar açısından, çekme esnekliği, vade seçimi ve finansman maliyetlerinin düşük oluşu önemli üstünlüklerdir.

iii. Aktarılabilir Borçlanma Olanakları (Transferable Loan Facilities: TLFs)

Geleneksel sendikasyon kredileri içerisinde bir yenilik olan TLF'ler 1984'te kullanılmaya başlamıştır. Gelişiminin gerisinde iki temel neden vardır: İlki, Euro kredilerde doğrudan giremeyen bankaların, bilançoya yük getirebilecek kredilerde ikincil katılımlarını önleyebilmek, ikincisi de sözleşmelerin düzenlenmesinde ortaya çıkan yasal sınırlamaların aşılmasıdır.

Devredilebilen nitelikteki bu araçlar yardımıyla, kredinin ticareti yapılabilen ve risk dağılımı gerçekleştirilebilmektedir. Kredi devri ancak sözleşme ile mümkündür. Aktarılabilir Borç Olanakları (Transferable Loan Certificates-TLCs) ve aktarılabilir Borç Alacakları (Transferable Loan Instruments-TLIs) olmak üzere iki türe ayrılır. Sağladığı üstünlükler geleneksel Euro-kredilerin avantajlarıyla eşdeğerdir.

iv. Birleşik Finans Olanakları (Multiple Component Facilities-MCFs)

Para ve kredi piyasaları araçlarını biraraya getiren, bir finansal araçlar paketidir. Örneğin, Euro-borçlanma ve Euro-kredi olanaklarıyla opsiyonları birarada görebiliriz. Bu çeşitlendirmeye borçlu, vade, tutar ve finansman maliyeti seçiminde esneklik kazanmakta ve pazarlama olanaklarını artırmaktadır.

Daha çok kredibilitesi birinci derecede olan kısa süreli finansman gereksinimi içindeki kuruluşlar, işlemlerinin çoğu dış ticaret kalemlerine dayanan firmalar ve kısa süreli ve esnek vade yapısında kaynak ihtiyacı olan işletmeler tarafından tercih edilirler. Paket içerisindeki araç türlerinin çokluğu, beklenen maliyet avantajlarını yokedebilir. MCP sayesinde kredi alan taraf, para piyasası koşullarıyla kısa vadeli kaynak sağlarken, banka taahhütleriyle de uzun vade güvencesi elde etmektedir.

Taahhütlü sabit kredili olanaklar (Multi currency revolving credit facility) ve taahhütsüz kredi olanakları (Uncommitted multi currency advances and acceptance facility)olarak iki şekilde çıkarılabilmektedirler. Birincisinde, DM, \$ ve STG üzerinden, 5 yıl vadeyle yönetici kuruluş tarafından borçluya tahsis edilmektedir. İkinci yöntemde ise, faiz ve vade gibi koşullar borçlunun isteği ve yapısına göre artırma yöntemiyle belirlenir.

v. Orta Vadeli Senetler (Medium Term Notes-MTNs)

İlk kez ABD’de 1980’lerin sonunda ortaya çıkan MTN’ler, özellikleri itibariyle karma bir finans aracıdır. Başlangıçta yükleniciler aracılığıyla çıkarılırken, artık dolaysız yöntem kullanılmaktadır. Klasik tahvillerle finansman bonoları arasında bir yere sahiptirler. (Seyidoğlu 1994:236) Vadeleri 9 ay ile 10 yıl arasında değişen MTN’ler, anapara geri ödemesi, kupon ve vade yapıları bakımından tahvillere, ihraç güvencesi ve yüklenimcilerin aracılığından yoksun olması bakımından da finansman bonolarına benzemektedir.

Vade yatırımcının gereksinimlerine göre belirlenir ve senetler küçük tutarlarda ihraç edilirler. Bu, kredi kolaylığı diye ifade edilen sürekli çıkarma özelliğiyle ilgilidir.

İskontosuz çıkarılırlar. Vade esnekliği ve güvence koşulu aranmaması emisyoncuya düşük maliyetli finans sağlar. Ancak para piyasası faiz oranına göre fiyatlandırıldıklarından uzun vadeli araçlara göre maliyetli olabilirler.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARDAKİ PERFORMANSI

3.1. GENEL ANLAMDA ULUSLARARASI PİYASALARA YÖNELİŞ

Birinci bölümde de değindiğimiz gibi, UFP, aslında GÜ’in devlet, şirket, kurumsal ve bireysel yatırımcılarınca, finansman maliyetinin düşürmek, ulusal piyasalardaki düzenleme ve kısıtlamaları aşarak belirli miktarlarda kaynak sağlamak gibi amaçlarla oluşturulmuştur. Bu ülkelerdeki yatırımcılar ise, uluslararası yatırım olanaklarından yüksek getiri sağlamak ve risk unsurlarından korunmak amaçlarıyla piyasalara yönelmişlerdir.

GOÜ, UFP’a, bütçe ve ÖB açıklarının finansmanı, hükümetler ve uluslararası kuruluşlardan sağlanan kredilerin kısıtlayıcı özellikleri, ABD ve Almanya’daki ekonomik sorunlar nedeniyle devletten devlete kredilerin arzında daralma yaşanması gibi nedenlerle başvurmuşlardır. (Akyüz 1993:4)

UFP’dan sağlanan kaynaklar, sermaye piyasalarından (tahviller,hisse senetler,vs. aracılığıyla), para piyasalarından (finansman bonoları ve orta vadeli senetler ile) ve uluslararası bankacılık kesiminden sağlanan krediler (sendikasyon kredileri) olmak üzere üç temel grupta incelenebilir. (Tablo 3.1)

Tablo 3.1: Uluslararası Finansal Piyasalardan Finansman (Milyar Dolar)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Tahviller	227.1	255.7	229.9	297.6	333.7	481	426.9
Hisse Senetleri	7.7	8.1	7.3	23.4	23.5	40.7	44.9
Sendikasyon Kr.	125.5	121.1	124.5	116	117.9	136.7	202.8
Para Piy. Ar.	76.6	73.2	66.2	80.2	127.9	152	274.9
Diğer*	16.6	8.4	7	7.3	6.7	8.2	4.9
Toplam	453.5	466.5	434.9	524.9	609.7	818.6	954.5

*Bu kalem “back up” facilities denen finansman desteklerini kapsamaktadır.

Kaynak :OECD, 1995, s:8.

Tablodan da görüldüğü üzere, 1988-1994 yılları arasında tahvil ihracıyla sağlanan borçlar, toplam borçlanmalar içinde %50'ler ile en fazla paya sahip olurken, onu 1992'ye kadar %20'ler ile sendikasyon kredileri izlemektedir. Bu tarihten sonra sendikasyon kredilerinin payı para piyasalarının gerisinde kalmıştır. 1994 yılına gelindiğinde, UFP'da işlem hacmi 954 milyar \$'a ulaşırken ve sendikasyon kredilerinin tutarı 200 milyar \$'a yaklaşırken, toplam içindeki payı %21 ile para piyasaları payının (%29) gerisinde kalmıştır. (Akyüz,1993:5) Borçlanma paylarında son sırayı ise 5 milyar \$ ile finansman destekleri (back-up facilities)³ almaktadır.

Borçlanan gruplar itibariyle incelediğimizde, 1994 verilerine göre UFP'dan en fazla borçlanan grup, Türkiye'nin de içinde bulunduğu OECD grubudur. Toplam 840.6 milyar \$ ile piyasanın yaklaşık %88'ini oluşturan bu tutarı, %8 ile GOÜ izlemektedir. (OECD,1995:7) Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ise ancak %0.4'lük paya sahiptir. Tablo.2'den görüldüğü gibi UFP kaynaklarının büyük kısmı GÜ'ce kullanılmaktadır.

Tablo 3.2: Borçlanan Gruplar Açısından UFP'dan Finansman (Milyar Dolar)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
OECD Ülkeleri	413.8	426.5	304.4	457.9	535.7	714	840.6
GOÜ	22.5	21.8	28.6	46.2	47.3	68.9	85.7
Orta ve Doğu Avrupa Ülk.	4.6	4.7	4.6	1.1	0.3	6.4	3.7
Diğer	12.6	13.5	17.3	19.0	25.2	29.3	24.5
Toplam	453.5	466.5	434.9	524.9	609.7	818.6	954.5

Kaynak : OECD,1995:7

³ Bir firma, örneğin finansman bonusu ihraç ettiğinde bir banka, ihraççı ödemelerde güçlük çektiğinde, kullanılmak üzere ihraççıya belirli bir finansman desteği sağlamaktadır. Bu uygulamada yatırımcıya doğrudan verilmiş bir güvence yoktur.

Toplam UFP kaynakları içinde sendikasyon kredilerinin payının azaldığını daha önce belirtmiştik. Bu eğilimin arz ve talep yönlü olmak üzere iki nedeni vardır. Arzla ilgili en büyük neden, finansman bonosu gibi likiditesi yüksek araçların yaygınlaşması, bankaların değişik ülke ve kuruluşlara açtığı kredilerin geri dönüşünde ortaya çıkan sorunlar ve batık kredilerde görülen artış sonucu mevduatlara yönelen kaynakların azalmasıdır. Talep yönlü nedenler ise kredi maliyetleriyle ilgilidir. Banka kanalıyla sağlanan finansman maliyetinin gelişmiş piyasalardan doğrudan sağlanan finansman maliyetinden yüksek olması, birçok ülkede sermaye yeterlik oranı yükselmesinden dolayı sendikasyon kredilerinde maliyet yükselmiştir. Ancak bu gelişmelere karşın sendikasyon kredileri hala UFP'da önemli bir paya sahiptir. (Akyüz,1993:5)

1980'li yıllarda UFP'da yaşanan gelişmeler; hem piyasa işlem hacmi genişlemesi hem de yeni uygulama ve tekniklerin uygulanmaya başlaması olarak iki şekilde özetlenebilir. İşlem hacmindeki gelişim 1982'de 40 milyar \$ iken, 1992'de yaklaşık 10 kat artışla 342 milyar \$'a ulaşarak kendini göstermektedir. (Erden 1993:23)

İşlem hacmi artışının gerisinde, başta ÖB açıkları nedeniyle özellikle hükümetlerin artan finansman talepleri ve yeni finansman tekniklerinin uygulanmaya konması vardır. Bu tekniklerin ortaya çıkışında da şu faktörler etkilidir:

- Artan kamu sektörü finansman gereksinimi,
- Yeni teknoloji ile bilgi erişim ve birikim kolaylığı sağlanması,
- Finans sektöründe yurtiçi ve uluslararası rekabetin artması,
- Faiz ve kur serbestliğinden kaynaklanan, faiz, kur ve enflasyon oranlarında gözlenen dalgalanmalar.

Daha önceleri devlet tahvili çıkarımıyla giderilmeye çalışılan kamu açıkları, faiz oranlarının yükselmesiyle maliyetli hale gelmiştir. Ayrıca, 80'lerdeki büyük resesyon, vergi gelirlerini düşürmüş ve açıklar daha da büyümüştür. Sonuçta, dış kaynaklara yönelmek zorunlu hale gelmiştir.

3.2. TÜRKİYE’NİN PİYASALARA YÖNELİŞ NEDENLERİ

Türkiye’nin UFP’la ilişkilerinin incelenmesine 1970’lerdeki dış borç sorunu ve aynı dönem sonundaki borç erteleme çabaları ile başlamak gerekmektedir. Söz konusu dönemde ülkenin dış borç stoğu önemli derecede artmış, ödeme güçlükleri baş göstermiş, hatta faiz ödemeleri anapara ödemelerini geride bırakmıştır. 1979’da, IMF, Dünya Bankası ve uluslararası kuruluşlarla Hazine koordinatörlüğünde borç erteleme müzakereleri başlatılmıştır. Görüşmeler sonunda, OECD kredi borçları ertelenmiş, ödemeler 10 yıla yayılmıştır. (Canevi 1993:21)

Ertelemeyi izleyen dönemde uygulanan istikrar ve ekonomi politikaları sonucu, kredi itibarı yeniden sağlanmış ve uluslararası kaynaklardan borçlanma yeniden başlamıştır. İlk etapta, 1983 yılında sağlanan sendikasyon kredisinin ardından, Alman ve Japon piyasalarında tahvil ihraçları gelmiştir. Bu gelişmelerin son aşaması ise Ankara Büyük Şehir Belediyesi (BŞB)’nin Hazine garantisi olmaksızın gerçekleştirdiği ve yerel yönetimlerin dış borç sağlamasına örnek olan tahvil ihraçlarıdır. (Canevi 1993:21)

Türkiye açısından piyasaya yönelik nedenlerinin başında, ekonomik kalkınma amaçlı program ve projelerin finansmanı gelmektedir. Bundan başka, ÖB ve bütçe açıkları da dış finansmanı gerekli hale getirmektedir.

1980’lere gelinceye kadar, dış borçların ağırlığını geleneksel kaynaklar yani hükümet ve uluslararası kuruluşlardan sağlanan krediler oluştururken, 1983’ten sonra ticari banka kredileri de artmaya başlanmıştır. Bu değişimin nedeni IMF ile yapılan Stand-by anlaşmaları ile borçların yeniden düzenlenmesi ve bir kısmının da ertelenmesi ile ülkenin güven ve itibarının piyasalarda yeniden sağlanmasıdır. 1990’larda ise uluslararası piyasalarının önem kazandığını görmekteyiz. (Erden 1993:26)

3.2.1. 1980 Öncesi Durum

1970’lerin sonunda ve 80’lerin başında Türkiye ÖB açığı veren ve buna paralel olarak dış borçları giderek artan bir ülkedir. En önemlisi de, borçların tutarı yanında vade yapısının tehlike arz etmesidir. Öyle ki, dış açıkların kapatılması amacıyla Döviz

Çevrilebilir Mevduat Hesapları (DÇM) ve Kabul Kredileri gibi MB kısa vadeli borçları önemli bir paya sahip hale gelmiştir. 1973-77 arasındaki 8.3 milyar \$'lık dış borç artışının 5.8 milyar \$'lık kısmı kısa vadeli borçlanmadaki artıştan kaynaklanmıştır. (Gürtin 1993:37)

Bu gelişmelerin gerisinde 1970'lerdeki ekonomik büyüme ve hızlı iç talep artışı yanında TL'nin aşırı değerlenmesi ve dışta petrol fiyatlarının hızlı artışından kaynaklanan ÖB açıkları ve ödeme güçlükleri yatmaktadır. Açıklar, rezerv azalışlarıyla da karşılanamaz hale gelmiş, uluslararası mali piyasalara başvurma gereksinimi doğmuş ve bu da dış borç artışına yolaçmıştır. 1973-77 arasında rezervler 2 milyar \$'dan 0.8 milyar \$'a düşerken, dış borç toplamı 2.8 milyar \$'dan 11.2 milyar \$'a yükselmiştir. (Gürtin 1993:36)

Türkiye, dış borç stokunun iyice arttığı, buna karşılık kısa vadeli de olsa borçlanma olanaklarının daraldığı 1970'li yılların sonlarında borç erteleme ve refinans arayışlarına girmiştir. Bunun sonucunda, DÇM'ler, Üçüncü Taraf Rambursman Talepleri (TPRCs) ve Garantisiz Ticari Borçlar (NGTAs) programlarıyla, toplam 3.5 milyar \$'lık kısa vadeli borç orta ve uzun vadeli borca dönüştürülmüştür. (Gürtin 1993) Böylece ülkenin dış borçlanmasında uzun vadeli borçların payı 1982'de %87'lere ulaşmıştır. Öte yandan, stand-by anlaşmalarıyla da taze para girişi sağlanmıştır.

Ertelemeler belli bir hafifleme getirmesine rağmen sorunlar tamamen ortadan kalkmamıştır. Örneğin, UFP'dan sağlanan kaynaklar, hükümetlerarası ve uluslararası kuruluşlar ile ilgili program-proje kredilerinin ağırlıkta olduğu fonlardan oluşuyordu. Ayrıca, bu kredilerin sağlanmasındaki karmaşık ve uzun süreçler ve katı koşullar (conditionality), bu geleneksel kaynakların dışına çıkmayı gerektiriyordu. Artık, daha etkin ve daha esnek koşullarla kaynak sağlamanın yolu UFP ve uluslararası bankalardan geçmekteydi.

3.2.2. 1980'li Yıllar ve Borç Krizi

Bu çerçevede, 1980 sonrası dış kaynakların kompozisyonu incelendiğinde, hükümet kredileri payının 1981'de %46 iken 1992'de %1'in altına düştüğü, uluslararası kuruluşlardan sağlanan finansmanın payının aynı dönemde %35'ten %17'ye düştüğü görülür. (Erden 1993:26)

Bu bileşimden de anlaşıldığı gibi, ticari banka kredilerindeki artış ülkenin geleneksel kaynaklardan yeni finansman kaynaklarına yöneldiğinin ilk işaretidir. Banka kredilerinin artmasının gerisinde, bu kredilerin daha çok program ve projeye bağlı olma niteliği, ülkenin bu dönemde büyüme gayreti içinde olması ve 1982 Borç Krizi'nden diğer GOÜ kadar etkilenmemesi hatta performansını artırarak sürdürmesi gibi nedenler vardır. Ayrıca ülkenin büyüme çabalarına paralel olarak yürütmeye çalıştığı altyapı projeleri, elverişli koşullardaki finansman gereksinimini artırıyordu.

Türkiye'nin UFP'a yönelmesinin temel nedenlerden biri olan alternatif kaynak olma niteliğinin en önemli yanı geleneksel kaynakların doğurabileceği bağımlılıktan kurtulmaktır. Bunun yanında yeni finansmanların kendi içinde ortaya çıkabilecek maliyet avantajlarından yararlanmak da önemli bir amaçtır.

Geleneksel krediler, daha çok kalkınma ve istikrar amaçlı kullanılacakları için, uzun vade ve düşük faiz yapısına sahiptir. Oysa UFP'da varolabilmenin önkoşulu, her koşulda rekabet edebilme ve kredibiliteye dayalı yatırımcı tabanını koruyabilmektir. Yani, vade ve faiz yapısı, ilkinde olduğu gibi borçluya göreli avantaj sağlamaktan uzaktır. Çünkü vade ve faiz yapısı piyasa koşullarına bağlıdır. Öte yandan, piyasada tam bir etkinlik için gerekli olan yeni finansman teknik ve araçlarının kullanımında da yeterli birikim ve deneyimin olması gerekmektedir. (Erden 1993:27)

Türkiye'nin bu piyasalara yönelişinin nedenleri kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki temel gruptadır. Kısa vadeli faktörler, dış ticaretin finansmanı yanında borç servisinde kısa vadeli kaynaklardan da yararlanma isteklerini içermektedir. Ayrıca uluslararası bankaların ilgili işlemlerde tamamen nakit talepleriyle, Türk bankalarının maliyet unsurlarının artışı ve borç servisi esnasında, döviz girişi ve ödemeler arasındaki

uyumsuzlukların (mismatch) giderilme gereği bu kaynaklara ulaşımı zorunlu kılmaktaydı. (Gürtin 1993:40)

Uzun vadeli faktörler ise, finansman kaynaklarında çeşitlilik sağlayabilme, maliyeti dengeleyebilme ve ÖB amaçlı fon kullanımında koşulluluktan (conditionality) kurtulabilme gibi amaçları kapsamaktaydı.

1. Kısa Vadeli Finansmanda Gelişmeler

Uluslararası piyasalar ve bankalardan kaynak sağlamak için yapılan girişimlerin başında, bir önkoşul niteliği taşıyan, bu piyasalar ve kuruluşlarla ilişkilerin yeniden tanımlanması yer almıştır. Bu bağlamda, ülkenin politik ve ekonomik istikrarı ve uygulanacak politikalar konusunda söz konusu kuruluş ve ülkeler ikna edilmiştir.

Çabalar sonunda varılan anlaşmalar gereğince, TC Merkez Bankası (TCMB) ve ticari bankalarımız, büyük uluslararası bankalardan teyitli ticari kredi limitleri ve para piyasası limitleri tahsisinde elde etmiş ve kısa vadeli kaynaklar ulaşılabilir hale gelmiştir. Söz konusu kısa vadeli olanaklarının kullanımı şöyle sınıflandırılabilir:

1. Ticari Kredi Limitleri: MB'nın, dış ticaretin finansmanında yoğun olarak yer aldığı dönemde ağırlık kazanan, özellikle kamunun önemli projeleri için yaptığı ithalat ve petrol ithalatının finansmanında uzun bir dönem kullanılmış, daha sonraları tamamen ticari bankalara devredilmiştir.

2. Para Piyasası Limitleri: Temel işlevi, artan borç servisi sırasında ortaya çıkabilecek uyumsuzlukların giderilmesi amacıyla, bazı programlanmış kredilerle borç servisi dönemleri arasında dengeleyici bir finansman oluşturmaktır. Bu daha çok sendikasyon kredilerinden sağlanan borçların geri ödemesinde kullanılmış, programlanmış başka kaynakların girişiyle borç servisi aksatılmamıştır. Uluslararası rezervlerin iyileştiği dönemlerde ise bu gereksinim rezerv hareketleriyle karşılanmış "köprü finansmanı" uygulamasına son verilmiştir. (Gürtin, 1993:41)

3. Kabul Poliçeleri (Bankers Acceptance): 1980'lerdeki dışa dönük ekonomik büyüme gayretleri sonucu, MB bazen bir Eximbank işlevini üstlenmiş, dış

lkelerle yapılan ticari düzenlemeler, fiilen ihracat kredisine dnmtr. Böylelikle, uluslararası bankalarca iskonto edilen kabul poliçeleri kanalıyla ihracatın bir bölümü uluslararası bankacılık kaynaklarıyla finanse edilmiştir.

4. Ticari Senet (CP) İhracı: Uluslararası piyasalarda yaygınlaşan CP uygulamasıyla, banka dış kesimden uygun vade ve maliyette kaynak sağlama eğilimine TCMB’da ayak uydurmutur. nce, 1986’da ABD CP piyasasına 100 ve 150 milyon \$’lık CP ihracını 150 milyon \$’lık Avrupa ihracı izlemiştir. (Gürtin 1993:41)

ii.Orta ve Uzun Vadeli Finansmanda Gelişmeler:

1970’lerde yaşanan dış borç deneyimi, 1980’lerde piyasalara ynelite, kısa vadeli kaynaklarda yoğunlamamak, finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve kredi maliyet ve koşullarında avantaj sağlayabilmek gibi ilkeleri içeren bir strateji izlemeyi gerekli kılmıştır. Bu doğrultuda gerçekleştirilmeye çalışılan finansman sağlama biçimleri  türlüdür:

1. demeler Bilançosu Finansmanları: TC Merkez Bankası’nın 1983-85 arasında, UFP’dan sağladığı sendikasyon kredileri bu piyasalara ynelite bir dönüm noktası olmuştur. lke riskinin değerlendirilmesi ve yukarıda belirtilen ilkelere uygunluk açısından tam bir örnek oluşturan bu borçlanmaların genel özellikleri aşağıda tabloladıtırılmıtır.

Tablo 3.3: demeler Bilançosu Finansmanında Sendikasyon Kredileri

Yıl	vade		.dönem	marj	tutar(milyon\$)	
1983	5 yıl		3 yıl	1.5	200	
1984	6 yıl		3.5yıl	1.5	300	
1985	7 yıl		4yıl	0.75	500	

Kaynak: Gürtin, M. 1993:43

2. Eurotahvil İhraçları (Avrupa Piyasası): Kaynak çeşitliliği ve aracısızlaşma (disintermediation)⁴ eğiliminin etkisiyle, TCMB 1987-89 arası Alman sermaye piyasasına 3 tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Toplam tutarı 625 milyon DM ve vadeleri sırasıyla 5 ve 7 yıl olan bu ihracı 1990'daki 300 milyon DM'lik tutar ve 15 yıla varan vadeye sahip EMTN ihraç programı izlemiştir. (Gürtin, 1993:43)

3. Uygulamada Çeşitlenme: Avrupa piyasasına ihraçtan sonra 1987'de MB Japon Tokyo piyasasına yönelmiş, 3 milyar yen tutarında, 5 yıl vade ve % 6.4'lük sabit faizle ve 5 milyar yen ve değişken faizle 7 yıl vade ile borçlanmıştır.

1986-88 döneminde, alacaklıya geri ödemede kullanılacak döviz önceden belirlenmiş bir kur üzerinden seçme hakkı veren satın alma opsiyonların kullanılmasıyla, finansman maliyeti azaltılmaya çalışılmıştır. Aynı dönemde, 2 veya 3 yıl vadeli 4 borçlanma olmuş, 315 milyon \$ tutarında, Libor-% 0.25 ve Libor+% 0.15 arasında değişken faizle kaynak sağlanmıştır. (Gürtin 1993:44)

TCMB, 1989'da herbiri 200 milyon \$ değerinde ve 7 yıl vadeli, konsorsiyuma üye bankalara katkılarını geri çekebilme hakları tanıyan iki borçlanma gerçekleştirmiştir. (Gürtin 1993)

Yeni piyasalara girme ve yeni teknikler kullanımında öncülük eden TCMB, 1990'ların başında UFP ile ilişkilerini yeniden tanımlama yoluna gitmiştir. Ancak, Banka, başlangıçtaki borçlanıcı rolünü zamanla, uluslararası rekabetteki artış ve ticari bankaların da aynı piyasada etkin ve başarılı oluşlarıyla, artık sadece ülke rezervlerinin değerlendirilmesi konusunda yatırımcı kimliğine dönüştürmüştür.

⁴ Aracısızlaşma, 1990'larda bankaların UFP'daki mali aracılık rolünün, deregülasyon ve modern teknoloji aracılığıyla, hızlı ve yaygın iletişim nedeniyle giderek azalması, finansman sağlayacak kuruluşların da aracılar yerine çağdaş teknik ve araçları kullanarak maliyetleri düşürme yoluna gitme eğilimleridir.

3.3. TÜRKİYE’NİN ULUSLARARASI PİYASALARDAKİ TAHVİL İHRAÇLARI

Uluslararası tahvil piyasalarında etkinlik gösteren yatırımcılar genelde, uzun vadeli kağıtlara yatırım yapan kurumsal yatırımcılardır. Bu nedenle uzun vadeli kaynak gereksinimi olan ülkemiz için bu piyasalar oldukça elverişlidir. Vade uzaması yanında ikinci bir avantaj da maliyet azaltabilme olanağıdır. İlk borçlanmada (1985) faiz oranı Libor+1.75-2 arasında iken sonraları Libor+0.75’e düşmüştür. (Canevi 1993:23)

Tahvillerin likiditesi, piyasa değerinin korunması ve ülkenin makroekonomik performansına bağlıdır. Çünkü, kağıtların birincil piyasada talebinin sürekliliği ülke değerliği ile yakından ilgilidir. Ekonomik koşullarda yaşanabilecek olumsuz bir durumla birlikte kredibilitede bir düşüş, talebi düşürecek ve ancak bir iskonto ile ikincil bir piyasada satılabilecektir.

Gerekli ekonomik dengeler tutturulabildiği sürece bu piyasalardan yararlanmak ülke yararına olacaktır. Üstelik piyasalar, güncel koşullar ve konjonktürün gerektirdiği ticaret yapısına uygundur.

UFP’a tahvil ihracıyla beraber düşünülebilecek bir konu da, bu piyasalardaki ihraçların, portföy yatırım aracılığı ile yabancı yatırımcıların yurtiçi tahvillere olan taleplerinin etkilenmesidir. Ancak, her iki araç da nitelik ve amaçlar itibariyle farklı özelliklere sahiptir. En büyük fark da, portföy yatırımlarının kısa vadeli oluşu ve arbitraj olanağı ortadan kalktıktan sonra ana ülkeye dönmeleridir. Örneğin, 1994 krizi öncesi, Türkiye’de reel faiz oranları yüksek, kur artışları enflasyonun altında ve TL yaklaşık %2 oranında değer kazanmış durumdadır. Faiz ve kur farklılığından kaynaklanan arbitraj olanağı ile kısa vadeli yabancı fonlar kar amacıyla ülkeye yönelmiştir. “Sıcak para” diye de adlandırılan bu fonların 1993 itibariyle 1.5-5 milyar \$.\$ arasında olduğu tahmin edilmektedir. (Canevi 1993:25)

En büyük riskleri, kısa vadeli olduklarından, ani şok ve dalgalanmalarda geri dönme olasılığı olan bu fonlar, orta vadede teşvik edici politikalardan vazgeçilerek ve rezervleri de güçlü tutarak daha az riskli hale getirilebilir.

3.3.1. 1985-1991 Dönemi

Ülkemizin uluslararası tahvil piyasalarındaki ilk deneyimi, 1985'te Türkiye Kalkınma Bankası (TSKB), Turizm Bankası ve Devlet Yatırım Bankası ııyla, Japon Shiboshai piyasasına tahvil ihracıyla olmuştur. TCMB, bu ıdaki ihraçlarda, kendi adına değil yalnızca kamu bankalarının gereksinimleri ıltusunda hareket etmiştir. 1993'e kadar bu piyasadan 148.1 milyar yen tutarında ık sağlanmıştır. (Erden 1993:29)

Avrupa piyasalarına ilk tahvil ihracımız, 20 Şubat 1987'de, Almanya tahvil ısına, Commerzbank öncülüğünde, 125 milyon DM tutarında, 5 yıl vade ve %7 ı ödemeli olarak, MB tarafından gerçekleştirilmiştir. (Özkaban 1991:25) syon ve harçlar da dahil edildiğinde toplam maliyet %7.69 olmuştur. Bu ilk ihraç undan, spread'ler ister istemez Almanya'daki sermaye maliyetinin üzerinde ştur. Euromark sektörüne olan ihraçlardaki temel strateji, vadeyi uzatmak, spread izleri düşürmek olmuş ve başarı sağlanmıştır. (Erçel 1992:81) Bundan sonra, 'da daha düşük, 1990'da ise ilkinden düşük ikinciden yüksek spread'i olan ar görülür. Daha sonraları da her yıl düzenli olarak ihraçta bulunduğumuz ada toplam ihraç sayısı 13'ü , ihraç tutarı da 4.075milyar DM'yi bulmuştur. n 1993:30) Bu ihraçlardan 8'i Hazine'ye ait olup büyük oranda Alman bireysel mıcılara yöneliktir.

İhraçlardaki tutarlar ve vadelerin gelişimi izlendiğinde, üç ihraç boyunca ülke e bir gelişim gözlenmektedir. İhraç tutarları 125 milyon DM'den 400 milyon ye ulaşmış, vadeler de sırasıyla 5, 6 ve 7 yıl şeklinde gerçekleşmiştir. aban1991: 26) Bu da Alman piyasasında Türk tahvillerine olan talebin arttığını rmektedir.

Almanya piyasasına olan başarılı ihraçların ardından, diğer piyasalara yönelme ni doğmuş ve Bankers Trust, Solomon Brothers, Shearson ve Lehman gibi kredi ıuşları aracılığıyla, ABD ve Japon piyasaları denemiştir. Türkiye, yine Aralık 'de, Bankers Trust liderliğinde, 150 milyon \$ tutar ve 10 yıl vade ve %11.125'lik n ödemeli ilk Eurodolar tahvil ihracını gerçekleştirmiştir. (Erçel 1992:81) Bu

ihraçtan sonra, 250 milyon \$'lık Sumitomo öncülüğünde, 6 yıl vade ve %9.75 faiz ödemeli ihraç ile, Mitsui önderliğindeki, 7 yıl vadeli ve Libor+141 taban puanlı (Spread) ihraçları görmekteyiz. (Özkaban 1991:26) Bu piyasaya 1991 hariç her yıl yapılan ihraçlar 1993 itibariyle 1.980 milyon \$'ı bulmuştur. Böylece aynı yıl içinde iki ayrı piyasaya giren Türkiye, bu piyasalardan borçlanmayı 1994'e kadar sürdürme olanağı bulmuştur. Tahvil ihraçlarının piyasalara göre dağılımı ise şu şekilde gerçekleşmiştir: %27 Eurodolar piyasası, %29 ile Yankee piyasası, %22 ile Samurai piyasası, %13.7 Shiboshai ve %8 ile de Euroyen, ECU ve Euromark piyasaları. (Erden 1993:30)

1988'de başlayan piyasalara aktif katılım, 1989'da başarıyla devam etmiş, ancak 1990 ve 1991'de ekonomik ve politik nedenlerle kesintiye uğramıştır. Bunların başında 1991 Körfez krizi gelmektedir. Bu dönemde bölgede, Türkiye ile beraber diğer ülkelere de fon sağlayan bankalar, BM yaptırımlarına doğrudan katılımdan doğan ülke riskinin yükselmesi nedeniyle kredileri azaltmışlar ve "spread"leri yükseltmişlerdir. Bu da piyasalardaki borçlanma payımızı olumsuz etkilemiştir. Bundan başka, BIS'in, bankalara, açtıkları krediler için belirli bir sermaye- yeterlik oranı tutturma zorunluluğu getirmesi de piyasaları daraltan önemli bir faktördür.

Ayrıca, 1988'de başlayıp dünyaya yayılan durgunluk ve Avrupa'da iki Almanya'nın birleşmesiyle artan finansman gereksinimi, piyasaya fon arzeden büyük ve gelişmiş ülkeleri bu piyasadan fon talep eder hale getirmiştir. Bu da Türkiye gibi kredibilitesi görece olarak düşük ülkelere daha az borçlanabilme olanağı tanımıştır.

Sonuçta Türkiye, 1990-91 arasında piyasalardan tamamen çekilmiş, oluşan finansman açığını ancak, 1 milyar \$'a yakın hibe ve uygun koşullu kredilerle kapatmıştır. (Erden 1993:32) Piyasalara yeniden dönüş 1991 Mayıs ve Ekiminde Alman piyasasına olmuş ve daha yüksek spread'ler ödenmiştir.

Tablo 3.4: 06.05.1988- 2.12.1992 Tarihleri Arasında Hazine Tarafından Gerçekleştirilen Tahvil İhraçları

İhraç Tarihi	Banka	Tutar (Milyon)	Vade (yıl)	Faiz %
6.5.88	Commerzbank	DM 500	7	6.5
1.11.88	Dresdner	DM 300	7	6.5
22.10.88	Bankers Trust	\$ 150	10 (p3/p6)	11.125
27.4.89	Jp Morgan	\$ 200	10 (p5)	11.5
7.6.89	Nomura	\$ 280	10 (p5)	5.5
20.7.89	Commerzbank	DM 400	7	7.75
11.9.89	JP morgan	\$ 200	10 (p5/c7)*	10.25
15.11.89	Sumitomo	\$ 250	6	9.75
15.3.90	Mitsui	\$ 200	7	10.75
17.4.90	Commerzbank	DM 250	7	10
10.8.90	Daiwa	\$ 150	5	10.375
23.5.91	Commerzbank	DM 350	5	10.5
14.10.91	Commerzbank	DM 500	5	10.75
18.3.92	Bankers Trust	\$ 200	5 (p3)	8.5
14.4.92	Bankers Trust	\$ 50	5 (p3)	8.5
7.5.92	Banque Paribas	ECU 150	3	11.5
9.6.92	Nomuras	YEN 50 000	5	7.5
18.6.92	JP Mor.Salomon	\$ 250	7	9
21.7.92	Commerzbank	DM 400	7	10.25
31.7.92	Morgan Stanley	\$ 200	5	8.125
4.9.92	Yamaichi	YEN 50 000	7	6.8
2.12.92	Yamaichi	YEN 35 000	4	5.7
2.12.92	Yamaichi	YEN 35 000	6	6.5

* P: Pull Option, C: Call Option

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 1996.

Tablo 3.5 : 2.12.1992-7.6.1996 Tarihleri Arasında Hazine Tarafından Gerçekleştirilen Tahvil İhraçları

İhraç tarihi	Banka	Tutar (milyon)	Vade (yıl)	Faiz
15.2.93	DG Bank	DM 400	7	9.5
17.2.93	Nomura	YEN 100 000	7	6.3
24.5.93	Daiwa	YEN 25 000	5	6
24.5.93	Daiwa	YEN 35 000	10	7
7.7.93	DG Bank	DM 750	10	8.75
25.7.93	DG Bank	DM 250	10	8.75
26.10.93	S.G.Warburg	STG 125	10	9
27.10.93	DG Bank	DM 1000	5	7.25
12.11.93	Yamaichi	YEN 30000	5	4
12.11.93	Yamaichi	YEN 50 000	8	5.1
21.2.94	Daiwa	YEN 45 000	8	5.45
21.2.94	Daiwa	YEN 30 000	10	5.75
26.4.95	Citibank	\$ 255	3	Libor+1.75***
18.7.95	Yamaichi	YEN 70 000	3	4.5
18.8.95	Commerzbank	DM 500	3	8
2.10.95	JP Morgan	\$ 300	3	8.75
25.10.95	Morgan Stanley	\$ 263	9.5	3
12.1.96	Yamaichi	YEN 15 000	10 yıl+1 ay	--
9.2.96	Commerzbank	DM 500	5	--
16.5.96	Yamaichi	YEN 30 000	6	--
7.6.96	JP Morgan-UBS	\$ 500	3	--

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 1996

3.3.2. 1992 Sonrası

Körfez Savaşı sonrası dönemde Türkiye, sarsılan imajını düzeltmek ve artan finansman açığını gidermek üzere yeniden UFP'a girme çabasında olmuştur. İlk etapta, Mayıs 1991'de 350 milyon DM'lık Euromark tahvil ihracı ve Haziran'da da 30 milyar yenlik Samurai tahvil ihracını, 5-7 yıl vadelerle gerçekleştirmiştir. Tahvil ihracına yönelmenin bir nedeni de önceki yıl gerçekleştirilen 200 milyon \$ tutarındaki sendikasyon kredisinin, kriz sonrası, hem ülke değerliliğinin tam iyileşmemesi, hem de piyasasının tamamen eski koşullarına dönememesi nedenleriyle oldukça olumsuz koşullarla sağlanmış olmasıdır. (Kochan,1992:101) Sendikasyon kredilerinin gelişimi 1980'lerin sonunda ve 1990'larda aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.



Tablo 3.6: Hazine Tarafından Sağlanan Sendikasyon Kredileri

Tarih	Banka	Tutar (Milyon\$)	Vade	Faiz
16.10.1989	FUIJ/MITSUI	200	5*	Libor+1
27.12.1989	MITSUI	140	7*	JLTPR+1/8**
10.7.1990	BOT,CRD.LYN.,DRESDNER,JP MORGAN,SAUDI INT.	200	4	Libor+0.85
			5	Libor+1
15.3.1991	BANK OF TOKYO	400	10	JLTPR+0.68
21.8.1991	MITSUBISHI/SUMITOMO	200	3	Libor+90
26.4.1995	CHASE MANHATTAN	245	3	Libor+1.75
	TOPLAM	1385		

* 3 yıl ödemesiz dönem

**JLTPR:Japanese Long Term Prime Rate (Japon Piyasası Uzun Dönem Faiz Oranı)

Kaynak :Hazine Müsteşarlığı,1996.

1992 yılında, piyasalara entegrasyon sürecinin hızlandırılması ve daha önce girdiğimiz piyasaları genişletme çabaları ile kaynak darlığı sorunu aşılmaya çalışılmıştır.

1992 Haziranında ilk kez Yankee tahvil piyasasına ihraç yapılmıştır. İhraç çalışmalarının tarihi 1989'a kadar uzanmasına rağmen, SEC'e kayıt ve kredi değerliliğinin tespiti için yapılan başvurular Körfez Krizi ve 1991 seçimleri nedeniyle bu tarihe sarkmıştır. 1992 Mayısında, kredi notunu, Standard&Poors'un "BBB" ve Moodys'in "Baa3" olarak açıklamalarıyla ihraç mümkün hale gelmiştir. (1991-95 dönemi kredi değerliliği gelişimi Tablo 3.8'de özetlenmiştir). Bundan önce de, Mart-Nisan döneminde acil finansman gereksiniminden dolayı 250 milyon \$'lık Eurodolar tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. (Erden 1993:32) Maastricht zirvesinin olumlu etkileri de piyasaya girişi özendirmiş ve piyasada artan tahvil talebiyle, Mayıs 1992'de ilk ECU tahvil ihracımız gerçekleşmiştir.

Tablo 3.7: Türkiye'nin Kredi Notu Ve Değerlendirme

TARİH	KURULUŞ	KREDİ NOTU VE DEĞERLENDİRME
1991	S&P	BBB (Borçlarını öder)
MAYIS 1993	S&P	BB (Ödeme kapasitesi taşıyor)
OCAK 1994	MOODY'S	Ba1 (Riskli ülke)
OCAK 1994	JCR	BBB (Borçlarını öder)
MART 1994	S&P	BB (Düşük riskli ülke)
NİSAN 1994	S&P	B+ (Riskli ülke)
HAZİRAN 1994	MOODY'S	Ba3 (Yatırım yapılamaz)
AĞUSTOS 1994	IBCA	B (Riski yüksek)
AĞUSTOS 1994	S&P	B+ (Riskli, izlemeden çıkarıldı)
AĞUSTOS 1994	JCR	BB (Riskli ülke)
HAZİRAN 1995	S&P	BB (Riski düşük, iyiye gidiyor)
TEMMUZ 1995	S&P	B+ (Riskli, iyiye gidiyor)

Kaynak: Yeni Yüzyıl, 26 Temmuz 1995.

1992'de ilk kez girdiğimiz üçüncü piyasa Japon Samurai piyasası olmuştur. Temmuz ayında gerçekleştirilen bu ihracı, Japonya'da faiz oranlarının düşme eğiliminde olması nedeniyle, Eylül ve Aralık aylarında iki ihraç takip etmiştir. Japon piyasalarına bu yönelişin ardından, tahvil ihraçları içindeki yen yükümlülüğü artmıştır. Bu artıştaki en önemli nedenler, ülkemiz için yeni bir piyasa olmasından dolayı, yen türünden tahvillere piyasanın doymamışlığı ve Avrupa ve Amerika piyasalarına göre daha düşük faiz maliyetine sahip olmasıdır. Bu borçlanmada, Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin (BŞB), Türkiye Kalkınma Bankası (TKB) ile Samurai ve Shiboshai piyasalarına 235 milyar \$'lık ihraçlarının büyük önemi vardır. (Erden 1993:34)

Borçlanma tutarları içinde yenin ağırlığının artması, bu piyasadaki göreceli avantajlardan yararlanma yanında, geri ödeme sürecinde kur riski taşıması nedeniyle dezavantaja dönüşebilecek niteliktedir. Bunun önlenmesi için de, uluslararası

piyasalarda ortaya çıkan finansman araç ve yöntemlerinin etkin kullanımı gerekmektedir. Ancak ülkenin bu konuda gerekli bilgi birikimi ve deneyime sahip olmadığı açıktır. Bu durumda sadece piyasaya girmek avantajın sürdürülebilmesi için yeterli olmayacaktır.

Söz konusu tekniklerin kullanımında da sadece korunma amacı güdüldüğünde, oluşabilecek başka olumlu gelişmelerden vazgeçilmiş olunacaktır. Böyle bir kararın verilmesi ise, ülkenin sahip olduğu döviz pozisyonu, borçlanma politikası, risk ve maliyet hedeflerine bağlıdır.

Yen üzerinden borçlanmada, daha önce değindiğimiz kur riskinin aşılmasında, toplam borç miktarı başka bir para birimi üzerinden bir borçla takas edildiğinde, yükümlülük yeni dövize kayacaktır. Uygulamada Türkiye, Samurai piyasası ihraçlarının 25 milyar yenlik kısmını dolara swap ederek maliyeti yaklaşık %1 oranında azaltmıştır. (Erden, 1993:35)

3.4. ANKARA BÜYÜK ŞEHİR BELEDİYESİ'NİN TAHVİL İHRAÇLARI

Türkiye, Ekim 1990 tarihine kadar, Avrupa, Amerika ve Japon tahvil piyasalarına bir çok kez Hazine güvenceli ihraçlarda bulunmuş, Hazine, TCMB ihraçlarını Eximbank gibi diğer kuruluşlar izlemiş ve söz konusu ülkelerde önemli bir yatırımcı tabanı oluşturulmuştur. Bundan sonraki aşama da yerel yönetimlerin bu piyasalara yönelmesidir ve Ankara BŞB bu konuda öncü rol oynamıştır.

1989'a kadar BŞB yatırım projelerinin finansmanında, dış kaynaklı proje kredileri kapsamındaki uzun vadeli düşük faizli krediler ile (soft loans) ticari krediler kullanmıştır. Ancak bu tür kredilerin, makina ve ekipman ithali gerektirmesi ve acil finansman gerektiren yatırımların (AŞOT, Altınpark ve Metro gibi) sayıca çokluğu başka kredilere yönelmeyi gerektiriyordu.

Bu anlamda alternatif olabilecek yurtiçi bankalardan kredi sağlama düşüncesi de, İller Bankası kefaleti veya doğrudan gayrimenkullerinin rehnini gerektirdiğinden sınırlılık taşımaktadır. Diğer olumsuz yönler ise, %85 civarında olan kredi maliyetleri

ve yurtdışı kredşilerin 6 ayda bir ödenme aralığına sahip olmasına karşın yurtiçi kaynaklarda bunun 3 ay olmasıdır. (Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar 1994:5)

Bütün bu faktörler dikkate alınarak, Ankara BŞB daha önce denenmemiş olan uluslararası tahvil piyasalarında ihraç yöntemini denemeye karar vermiştir. Ekim 1990'da gerçekleştirilen Alman piyasası ihracı, 150 milyon DM tutar, %10.25 faiz ve 5 yıl vadeye sahipti. (Danışman 1993:7) Belediyenin yoğun tanıtım kampanyası, Alman sermaye piyasalarının 200 DM'a varan yıllık işlem hacmi ve ikincil piyasalara sahip olması tahvillerin oldukça iyi işlem görmesini sağlamıştır. (Tablo 3.8)

Tablo 3.8: Ankara Büyük Şehir Belediyesi Tahvil Borçlanması

Tahvil Türü	İhraç Tarihi	İhraç tutarı	US\$ Değeri	Vadesi	Faizi
Frankfurt Alman Th.	15.10.1990	150milyon DM	95.4 milyon	5 yıl	% 10.25
Tokyo Private Placement-1	05.06.1991	8.5 milyar JPY	61.7 milyon	5 yıl	% 8.40
Tokyo Private Placement-2	19.03.1992	4.6 milyar JPY	34.6 milyon	5 yıl	% 7.60
Tokyo Samurai Tahvili	10.11.1992	50 milyar JPY	400 milyon	5 yıl	% 6.80
Toplam tahvil borçlanması			591.7 milyon		

Kaynak:Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar,1994, s:16

Bu uygulama ile BŞB Hazine'den sonra tahvil ihraç eden ikinci kamu kuruluş ve belediyeler arasında da ilk yerel yönetim olma ünvanını kazanmıştır. BŞB'nin ikinci önemli deneyimi de Mayıs 1991'de Tokyo piyasasına olmuş, 8.5 milyar yen tutar, 5 yıl vade ve %8.4 faiz yapısı ve özel ihraç yöntemi (Private placement) kullanılmıştır. (Danışman,1993:7) Öte yandan, Belediye, bu borçlanmaların maliyetinin azaltılmasına ilişkin olarak gerçekleştirilen swap işlemiyle de ayrı bir yere sahiptir. Belediye'nin yurtdışı tahvil satışından sağladığı yararları ise şöyle sıralayabiliriz:

-Borçlanma yapısı olarak Hazine veya hükümet garantisi taşımaması önemli bir alternatif maliyet taşımaktadır. Eğer yurtiçi kaynaklardan kredi sağlanmış olsaydı, teminat zorunluluğuna katlanılacak, maliyetler artacaktı.

-BŞB'nin tahvil ihraçları hem yurtiçi banka kredileriyle, hem de TC Hazinesi tarafından yapılan ihraçlardan daha fazla maliyetli değildir. Örneğin, Belediye'nin Frankfurt piyasasına yaptığı ilk ihracat %11.25 faize dayanırken, yurtiçi DM kredileri (1990) %15 faiz taşıyordu. Yen cinsinden ihraçlarda faiz oranı %8.4'ten başlayıp %6.8'e kadar düşerken, Türk bankaları yen cinsinden kredi açmadığından, Hazine borçlanmalarıyla karşılaştırıldığında çok yüksek değildir.

-Tahvil ihracı yoluyla elde edilen kaynakların kullanımında, proje kredilerinde olduğu gibi kısıtlayıcı koşullar olmadığından kullanım rahatlığı doğmaktadır.

- Kalkınma ve büyümenin finansmanında, geleneksel yabancı banka ve uluslararası kuruluşlardan sağlanan kaynaklar, Türk kuruluşlarınca bugüne kadar yoğun olarak kullanıldığından, ülke limitleri zorlanmaktadır. Bu tarihe kadar Hazine dışında çok fazla kullanılmayan UFP'a çıkacak kuruluş sayısı artar ve kendilerini kabul ettirirlerse ülke kredibilitesi olumlu etkilenecektir. Bunun sonucunda da kalkınma finansmanında UFP kaynaklarından daha fazla yararlanılacaktır.

-Tahvil ihracında önkoşul olan kredi değerliliği tespiti amacıyla, Ankara BŞB, kendini uluslararası finansman kuruluş ve gruplarına profesyonelce tanıtmıştır. Sağlam mali teknik ve kendine özgü işleyiş koşullarına sahip bu piyasalarda borçlanabilmek için Belediye'nin gelir ve gider yapısı, kredi derecelendirme kuruluşlarının incelemesine tabi tutulmuş ve olumlu not almıştır. Bu da Belediye ve ülke tanıtımı açısından çok olumlu bir gelişmedir.

3.4.1. Japon Tahvil Piyasası İşleyişi ve Ankara B.Ş.B'nin İhraçları

Japon tahvil piyasasında temel olarak iki tür borçlanma vardır: Birincisi, sadece yabancı hükümet, yerel yönetimler ve bunların güvence verdikleri kuruluşların ihraçta bulunabildikleri Shibosai (özel ihraç: private placement) tahvilidir. İkincisi ise, özel sektör kuruluşlarının da ihraçta bulunabileceği Samurai (genel ihraç: public

placement) tahvilidir. Bunların dışında, Japon yeni (JPY) dışındaki paralara dayalı çıkarılan, ancak pazar payı düşük olan Shogun tahvilleri vardır.

Her iki piyasada da ihraçta bulunabilmek için, uluslararası kabul görmüş Standard&Poors, Moodys ve Japon kökenli kredi değerlendirme kuruluşlarına rating belirleme işleminin yaptırılması gerekmektedir.

Shiboshai tahvilleri, Japon sigorta kuruluşları, emeklilik fonları ve kooperatifler gibi sınırlı sayıda kurumsal yatırımcılara satılabilir. En fazla 10 milyar yen tutarında olmak, devredilememek, en çok 50 yatırımcıya satılabilme ve her bir yatırımcının toplam tahvilin en fazla %10'unu satın alabilmesi gibi kısıtlamalara da tabidir.

Tablo 3.9: Shibosai Tahvil İhraçları

İhraççı Kuruluş	Tarih	Miktar (Milyon)	Faiz Oranı	Vade
TSKB	Mayıs 85	7000	7.8	7
Turizm Bankası	Ekim 85	7500	7.3	7
DEŞİYAB	Ocak 86	7500	7.7	7
TYB	Şubat 86	8500	7.5	7
TYB	Haziran 86	10000	6.8	7
TSKB	Şubat 87	9500	6.7	7
DEŞİYAB	Haziran 87	10000	5.5	7
Turizm Bankası	Mart 88	10000	6.4	7
EXİMBANK	Haziran 88	10000	6.3	8
TKB	Kasım 88	10000	6.3	8
TSKB	Mart 89	10000	6.0	8
TKB	Haziran 89	10000	6.1	10
TSKB	Temmuz 90	10000	7.5	8
Ankara B.Ş.B	Haziran 91	8500	8.40	5
TKB	Ocak 92	10000	7.70	6
Ankara B.Ş.B	Mart 92	4600	7.60	5

Kaynak: Uluslararası Finansman ,1993, s:16.

Tablo 3.10: Samurai Tahvil İhraçları

İhraççı Kuruluş	İhraç Tarihi	Miktar (milyon yen)	Faiz Oranı (%)	Vade
Haazine	Haziran 92	50 000	7.5	5
Hazine	Eylül 92	50 000	6.8	7
Ankara B.Ş.B	Ekim 92	50 000	6.8	5
Hazine	Aralık 92	70 000	6.5	6.4
Hazine	Şubat 92	100 000	6.3	7

Kaynak :Uluslararası Finansman, 1993,s:16

Bu piyasada TC Hazinesi, 1990 ve 1992 yıllarında, iki adet özel tahvil ihracında bulunmuş ve 20 milyar yen tutarında borçlanmıştır. (B.F.Y.Y,1994:8) 1985-1992 döneminde, Hazine dışında, TSKB, DESİYAB, TKB, EXİMBANK, Turizm Bankası gibi kurumlar toplam 120 milyar yen borçlanmıştır. Ankara B.Ş.B. ise 1991 ve 1992’de 2 ihraçta toplam 13.1 milyar yen borçlanmıştır. (Tablo 3.11.)

Tablo 3.11: Türkiye Ve Ankara B.Ş.B. Japon Piyasası Tahvil İhraçları (Milyar Yen)

Türkiye Cumhuriyeti Tahvilleri				Ankara Büyükşehir Belediyesi Tahvilleri		
İhraç tarihi	Miktarı	Faiz Oranı	Vadesi	Miktarı	Faizi	Vadesi
5.7.90	10.0	% 7.50	8 yıl	—	—	—
5.6.91	—	—	—	8.5	% 8.4	5 yıl
5.1.92	10.0	% 7.70	6 yıl	—	—	—
19.3.92	—	—	—	4.6	% 7.60	5 yıl
24.6.92	50.0	% 7.50	5 yıl	—	—	—
24.9.92	50.0	% 6.80	5 yıl	—	—	—
10.10.92	—	—	—	50.0	% 6.80	5 yıl
18.12.92	35.0	% 5.70	4 yıl	—	—	—
18.12.93	35.0	% 6.50	6 yıl	—	—	—
25.2.93	100.0	% 6.30	7 yıl	—	—	—
10.6.93	25.0	% 6.00	5 yıl	—	—	—
10.6.93	25.0	% 7.00	10 yıl	—	—	—

Kaynak: B.F.Y.Y,1994, s:6.

Genel ihraç yöntemiyle ihraç edilen Samurai tahvillerinde, yabancı hükümet ve resmi kuruluşların yanında, özel sektör kuruluşlarının da, kredi değerlilikleri en az “BBB” olmak koşuluyla ihraç olanakları vardır. Samurai piyasasından TC Hazinesi, 1992 ve 1993 yıllarında, 7 kez, toplam 320 milyar yen, B.Ş.B. ise, 1992’de 50 milyar yen borçlanmışlardır.

Samurai tahvil piyasasının bir diğer özelliği de, tahvil ihracının ancak Japon bankaları ve bankerlik kuruluşları aracılığıyla mümkün olmasıdır. Shiboshai piyasası için geçerli olmayan bu özellik, söz konusu aracı kurumların, piyasayı ve hukuku iyi bilmeleri, Dünya finans sektörünün önde gelen kuruluşları olmaları ve gelişmiş ve yaygın bir şube ağına sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Samurai ve Shiboshai tahvillerinin önemli farklılıkları da şunlardır:

- Samurai tahvillerinin kurumsal yatırımcılar yanında bireysel yatırımcılara da arzedilebilmesi,
- Samurai tahvillerinin Tokyo Borsasına kote ettirilmesi,
- Samurai tahvillerinin devredilebilirliklerinden kaynaklanan ikincil piyasalara sahip olmaları,
- Samurai tahvillerinde miktar ve vade sınırlaması olmaması.

Japon tahvil piyasası çok geniş bir işlem hacmine sahiptir. Dünya Bankası ve Avrupa Yatırım Bankası gibi uluslararası kuruluşlar ve hükümetler bu piyasadan yoğun bir biçimde borçlanmaktadır.

3.4.2. ABD (Yankee) Tahvil Piyasası

ABD sermaye piyasasında, yabancı kurum, kuruluş ya da hükümetler, ÇUŞ ve şirketler tarafından halka satılmak üzere ihraç edilen tahvillere “Yankee Tahvilleri” adı verilmektedir. (HDTM,1993:2) Piyasanın geçmişi 1900’lere uzamasına rağmen, 1970’lerde gerçek boyutlarına ulaşabilmiştir. Yankee tahvil piyasası, “kamu kayıtlı tahviller” (Public registered) ve “kayıtsız tahviller” (Unregistered) olmak üzere iki alt piyasadan oluşmaktadır. (B.F.Y.Y,1994:10)

Yankee piyasasında tahvil ihracı SEC tarafından belirlenen ilkelere uygun olarak gerçekleştirilir. Borçlanacak kuruluşun, temel ekonomik büyüklükleri gibi özelliklere bağlı olarak başvuru ve belgelendirme sistemleri geliştirilmiştir. Bu sistemler özel kuruluşlar için “form F”, kamu kuruluşları için “schedule-B” ve özel ihrac için de “Rule 144 A” adını almaktadır. Schedule B sisteminde bir ihrac için, bir kamu kuruluşunun şu özellikleri taşıması gerekmektedir:

- Öncelikle, en az “BBB” rating notuna sahip olması,
- Hukuksal otoriteye sahip bulunması,
- Anlamlı bir ihrac nedeni bulunması.

Daha önceleri sadece “AAA” rating notuna sahip kuruluşların ihracına izin verilirken, 1980’lerin sonunda daha düşük kredi değerliliği olan kuruluşlara da ihrac izni tanınmasıyla, Türkiye 1992’de SEC’e başvuru koşulunu yerine getirerek ilk ihracını gerçekleştirmiştir. Hazine tarafından yapılan bu ihracda faiz oranı % 9, vade 7 yıl olup toplam 250 milyon \$’lık ihrac gerçekleştirilmiştir. (HDTM,1993:3) Bu ihracın en önemli özelliği, ilk kez “BBB” notu alan bir ülkenin ihracda bulunabilmesidir. Ülkemizin ABD piyasasına ihracı, kurumlar ve borçlanma koşullarıyla birlikte Tablo 3.12’de gösterilmiştir.

Borsaya kayıtlı olma zorunluluğuna karşın, vade ve ihrac tutarına ilişkin bir kısıtlama yoktur. Ancak piyasa arz ve talep dengesine göre, borsaya kayıtlı olma ve çok küçük bir orana sahip ihraclarda belirli kısıtlamalar olabilir. Örneğin, özel ihraclarda 5 milyon \$ ve 2 yıl vade, genel ihraclarda 400 milyon \$ tutar ve 7 yıl vade sınırlamaları vardır.

Yankee piyasasında ihracda bulunmak isteyen belediyeler, önce kendi organlarında karar alırlar. Belediyenin tahvil ihracı için gerekli koşulları taşıyıp taşımadığını belirlemek için bir finansman danışmanı belirlenir. Danışman, belediye ile beraber dökümantasyon çalışmasını yürütür. Danışman, sendikasyona girecek banka ve bankerlik kuruluşlarını seçer. Tüm koşullar netleştirildikten sonra SEC’e başvuru yapılır. İhrac süreci de birinci bölümde açıklandığı gibidir.

Tablo 3.12: Eurodolar Piyasasında Tahvil İhraçları

SABİT FAİZLİ					
KURULUŞ	TARİH	BANKA	MALİ ARACI	TUTAR (Milyon\$)	VADE
Hazine	22.12.1988	Bankers Trust	Bankers Trust	150	10
Hazine	27.4.1989	JP Morgan	Morgan Guaranty	200	10
Hazine	7.6.1989	Nomura	Bankers trust	280	10
Hazine	11.9.1989	JP Morgan	Morgan Guaranty	200	10
Hazine	15.11.1989	Sumitomo	Morgan Guaranty	250	6
TKB	19.12.1989	Daiwa	Banque Int.Lux.	100	6
Hazine	15.3.1990	Mitsui	Morgan Guaranty	200	7
Hazine	10.8.1990	Daiwa	Morgan Guaranty	150	5
Hazine	18.3.1992	Bankers Trust	Morgan Guaranty	200	5
Hazine	14.4.1992	Bankers Trust	Morgan Guaranty	50	5
Hazine	31.7.1992	Morgan Stanley	Citibank	200	5
Hazine	2.10.1995	JP Morgan	Morgan Guaranty	300	3
Hazine	6.11.1995	Morgan Stanley	Chase Manhattan	263.35	9.5
Hazine	7.6.1996	JP Morgan-UBS	Morgan Guaranty	500	3
TOPLAM				3043.4	
DEĞİŞKEN FAİZLİ					
Ziraat Bankası	27.6.1989	Bankers Trust	—	140	12
Eximbank	20.12.1993	Merril Lynch	—	130	5
Hazine	26.4.1995	Citibank	Citibank	255	3
TOPLAM				525	

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 1996.

Yankee tahvil piyasasının genel özellikleri de şöylece sıralanabilir:

-Tahvil vadeleri 1-40 yıl arasında değişmekte, en fazla 3,5, 7,10,12,20 ve 30 yıllık vadeler kullanılmaktadır.

- İhraç tutarları da 100-400 milyon \$ arasında değişmektedir. (HDTM 1993:5)

-Piyasa, alacaklıya vadeden önce tahsil ve borçluya da vadeden önce ödeme esnekliği tanıyan opsiyonlara sahiptir.

-İşlem hacmi yıllar itibariyle büyük gelişme göstererek 18 milyar \$'a ulaşmıştır. (HDTM 1993:3)

-Borçlananlar arasında, bankalar, sigorta şirketleri, özel sektör kuruluşları, yabancı hükümetler, yabancı kurum ve kuruluşlar, belediyeler, Avrupa Komisyonu, Dünya Bankası gibi devletler üstü kuruluşlarla Kanada eyaletleri vardır. Yatırımcılar ise, ABD, Avrupa ve Japon bireysel yatırımcılarından oluşur. Bunlar arasında sigorta kuruluşları %30, fon yöneticileri, bankalar ve yatırım fonları %45, ticari bankalar %15 ve emeklilik fonları ise %10 paya sahiptirler.

Tahvil ihraçları sendikasyona dayalı ve halka arz olmak üzere iki temel biçimde gerçekleştirilir. Halka arz yönteminde yönetici grup tahvilleri kendileri pazarlarlar ve tüm riskleri üstlenmiş olurlar.

3.4.3. Alman Tahvil Piyasası ve B.Ş.B. İhraçları

ABD ve Japon piyasalarına göre daha esnek koşullara sahip Alman piyasalarına 1987-91 arasında, MB, Hazine ve Eximbank, toplam 10 kez ihraçta bulunmuşlar, Ankara B.Ş.B. ise 1990'da 150 milyon DM tutarla bir defa borçlanmıştır. (Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar 1994:12)

Alman tahvil piyasasında, Japon Shiboshai piyasasında olduğu gibi, yalnız kurumsal yatırımcıların satın alınabilmesi koşulu olmayıp, halka arz yöntemi geçerlidir. Bu nedenle bireysel yatırımcılar da satınalma olanağına sahiptir ve tahvillerin ikincil piyasaları da mevcuttur.

Piyasada ihraç edilecek tahviller için BBB notu gerekmesine rağmen, borçlanacak kuruluşun büyüklük ve mali yapısı yeterliyse ihraç gerçekleştirilir.

Tahvil ihracı bir Alman bankası aracılığıyla olurken, piyasadaki kontrol ve denetim yetkisi Alman Merkez Bankası'na (BundesBank) aittir. Tahvil ihracında gerekli belgelerin hazırlanması incelenmesi piyasa kurallarının oluşturulması, düzenleme

ve denetlemeler Bundesbank tarafından yürütülür. Tahviller hamiline hazırlanır ve ihraç duyurusundan itibaren 15-20 günlük süre içinde alıcıya teslim edilir. Maksimum ihraç miktarı üzerinde sınır olmamasına karşın Bundesbank'ca likiditeyi sağlamak için minimum miktar sınırı getirilir. Buna göre, özel ihraçlar en az 30, genel ihraçlar ise, 50 milyon DM olarak gerçekleştirilir. Benzer şekilde, vade yapısı da özel için en az 7 yıl ve genel ihraçlar için de 2 yıl olarak belirlenmiştir. Komisyon maliyetler de diğer tahvil piyasalarından farklı olarak sabittir. Türkiye'nin bu piyasada gerçekleştirdiği borçlanmaların dökümü Tablo 3.13'de verilmiştir.



Tablo 3.13: DM Tahvil Piyasasında İhraçlar (Milyon DM)

KURULUŞ	TARİH	BANKA	TUTAR	VADE
HAZİNE	6.5.1988	Commerzbank	500	7
HAZİNE	1.11.1988	Dresdner	300	7
HAZİNE	20.7.1989	COmmerzbank	400	7
HAZİNE	17.4.1990	Commerzbank	250	7
HAZİNE	23.5.1991	Commerzbank	350	5
HAZİNE	14.10.1991	Commerzbank	500	5
HAZİNE	21.7.1992	Commerzbank	400	7
HAZİNE	15.2.1993	DG Bank	400	7
HAZİNE	7.7.1993	DG Bank	750	10
HAZİNE	25.7.1993	DG Bank	250	10
HAZİNE	27.10.1993	DG Bank	1000	5
HAZİNE	18.8.1995	Commerzbank	500	3
HAZİNE	9.2.1996	Commerzbank	500	5
		TOPLAM	6100	
TCMB	26.2.1987	Commerzbank	125	5
TCMB	22.9.1987	Commerzbank	200	5
EXİMBANK	27.1.1988	Dresdner	200	6
TCMB	10.3.1988	Commerzbank	300	7
ANKARAB.Ş.B	9.10.1990	DG Bank	150	5
		TOPLAM	975	

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 1996.

3.4.4. Tahvil İhracı Yoluyla Elde Edilen Kaynakların Yönetimi

Tahvil satışlarından hemen sonra borçlanan kuruluşun emrine verilen kaynakların en etkin ve yararlı bir biçimde kullanılması yanında, hemen

harcanamayacak kısmın da atıl kalmaması ve yüksek getiriye sağlamak gerekmektedir. B.Ş.B. bu konuda, 1992'den itibaren kullanılmayan fonlarını,

- Döviz tevdiat hesaplarına yatırarak faiz geliri elde etmek ve bununla faiz ödemelerini finanse etmek,
- Repo ve arbitraj işlemleri yaparak getiri sağlamak ve,
- Swap işlemleriyle maliyetleri azaltma yoluna gitmiştir.

Bu yöntemlerden ilkiyle, yaklaşık 22 milyon \$'lık, repo işlemleriyle 8 milyon \$ ve swap işlemleriyle de 126 milyar \$'lık kazanç sağlanmıştır. (Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar 1994:19) Çeşitli paraların ve piyasaların genel özelliklerinden yararlanarak kur ve faiz riskini giderme olanağı sağlayan swap işlemi ile Ankara B.Ş.B, Japon yeni kurunda artış riskine karşın, dolar faizinin düşük olmasını değerlendirerek, yen cinsinden yükümlülüklerinden bir kısmını \$'a dönüştürmüş ve anapara ödeme kurlarını sabitlemiştir. B.Ş.B 1994 itibariyle 6 ayı swap işlemiyle 30.7 milyar yen ve 75 milyon DM tutarındaki borcunu dolara (292,7 milyon) dönüştürmüş, kur ve faiz artışlarından korunmaya çalışmıştır. (Tablo 3.14)

TABLO 3.14:Ankara Büyük Şehir Belediyesi'nin Swap İşlemleri

Tahvil türü	İhraççı kuruluş	Tarih	\$ Değeri	DM Değeri	Vadesi	Faiz Oranı
4.14 milyar JPY	SAKURA GC	01.07.91	30 milyon	54 milyon	05.06.96	Libor+%1.60
3.513milyar JPY	TC ZİRAAT	20.08.91	25.6 milyon	44.8 milyon	05.06.96	libor+% 2.10
4.6 milyar JPY	SAKURA GC	19.03.92	34.6 milyon	54.7 milyon	19.03.97	Libor+%2.10-2.60
75 milyon DM	SAKURA GC	13.08.92	51.2 milyon	75 milyon	15.10.95	Libor+% 1.75
10 milyar JPY	SAKURABAN	10.11.92	81.3 milyon	129.2milyon	10.11.97	Libor+% 2.10-2.60
8.5 milyar JPY	NOMURA	10.11.92	70 milyon	111.3milyon	11.10.97	Libor+% 1.90-2.45
TOPLAM			292.7 milyon	472.1milyon		

Kaynak: Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar,1994,s:20

Bu korunma tekniği toplam 126 milyar TL’lık getiri sağlamıştır. Bu yönetime başvurulmadığı takdirde ödenmesi gereken tutarlar Tablo 3.15’de ifade edilmiştir.

Tablo 3.15: Swap İşlemi Yapılmaması Durumunda Ödenecek Faiz Tutarı (milyon TL)

Tahvil Türü	Hiç swap işlemi yapılmamış olması durumunda ödenmiş olacak TL faizi	Ödenen TL faiz miktarı	Net Kazanç TL
Private Placement-1	120390	74126	46265
Tokyo private plc.-2	44829	27464	17365
Frankfurt Alm. Tahvili	119133	93740	25393
Tokyo Samurai Tahvili	357850	320610	37240
TOPLAM	642202	515940	126263

Kaynak: Belediyelerin Finansmanında Yeni yaklaşımlar, 1994, s:22.

3.5. TAHVİL İHRAÇLARINDA KULLANILAN FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

3.5.1. Vadeli İşlemler ve Swaplar

Türkiye’de vadeli işlemlerin yürütülmesi esasları, TC Merkez Bankası genelgeleri, “Türk Parası Kıymetini Koruma” Hakkında 32 Sayılı Karar’ın Dövizle İlişkin İşlemler başlıklı 6. Maddesi ile ve aynı karara ilişkin 89-32/1 Sayılı HDTM Tebliğinin 4.Maddesinde; “vadeli döviz işlemlerinin yürütülme esaslarının TCMB tarafından belirlenmesi” karara bağlanmıştır. (Yetim,1991:126)

Vadeli işlemlere ilişkin esaslar da şu şekilde sıralanabilir:

- Vadeli işlemler yürürlükteki dış ticaret rejimi, kambiyo karar ve tebliğleri, MB genelgeleri dahilinde dış ticaret işlemleri için uygulanır.
- Anlaşmalarda belirlenen vade 15 gün 6 ay arasında olacak biçimde, işlem bağlantısının belgelendirilmesi koşuluna tabidir.

- Vadeli döviz alımları ile döviz satımlarının dengeli yürütülmesi için bankaların açık pozisyon limitleri MB tarafından belirlenir.

- Bankalar kendi aralarında ve müşterileriyle yaptıkları vadeli işlemlerde TL kurunu serbestçe belirleyebilirler.

Vadeli işlemler, ülkemizde giderek artış göstermekte ve daha çok şube açmak isteyen yabancı bankalarca kullanılmaktadır.

Swap işlemleri de 32 Sayılı Karara ilişkin tebliğ ve genelgelerle düzenlenmekte, ülkede şube açmak isteyen yabancı bankalarca artan biçimde uygulanmaktadır. Swap işlemlerinin yaygınlaşması nedenleri arasında şunlar sıralanabilir:

- Bütün gerçek ve tüzel kişilerin, her ne amaçla olursa olsun swap yapabilme olanağına kavuşması,

- Swap işlemlerinde mevduatlar için söz konusu olan, munzam karşılık, disponibilite gibi kısıtlamaların olmaması yanında, müşterilerin de gelir vergisi veya S.S.D.F (Savunma Sanayi Destekleme Fonu) ödememesi her iki tarafa da avantajlar sağlamakta, yani oluşan rant mudi ve banka arasında paylaşılmaktadır. (Yetim 1991:131)

3.5.2. Opsiyonlar

Opsiyon tekniği en önemli iki özelliği maliyet avantajı ve opsiyon hakkı tanınmasıdır. Amerika ve Avrupa'da uzun zamandır kullanılan bu teknik, Türkiye'de 1980'den sonra uygulanmaya başlamıştır. Daha çok bankalarca benimsenen opsiyon işlemlerine olan talep de giderek artmaktadır.

1980 sonrası izlenen liberal ekonomi politikalarıyla, özelleştirme ve dışa açılmaya çabaları sonucu yabancı yatırımcıların ülkeye ilgisi artmakla beraber, Türk Lirası'nın hızlı değer kaybedişi kur riskini artırıcı bir unsurdur. Bundan dolayı opsiyon vebenzer korunma araçlarına gereksinim giderek artmaktadır.

UYGULAMA

3.6. SENDİKASYON KREDİLERİNİN TÜRKİYE’NİN İÇ BORÇLANMA FAİZLERİNİN DÖNEMSELLİĞİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.6.1. Sendikasyon Kredilerinde Durum

Türkiye, 1980’lerde uygulamaya başladığı liberal ekonomi politikası gereği UFP’dan borçlanmaya başlamıştır. Bu piyasaların önemli bir parçası olan Eurotahvil piyasasında işlemlerin büyük bir kısmı, borç almak isteyen alıcılara, ortak koşullarla fon sağlamak için çeşitli ülkelere mensup banka ve diğer finansal kurumlardan oluşan bankalar konsorsiyumu (sendikasyonu) aracılığıyla yürütülür. Bankalar konsorsiyumunca sağlanan bu kredilere de sendikasyon kredileri denir. (Karluk, 1996:544) Özel kuruluşlardan çok hükümetler ve bağlı kuruluşların yararlandığı sendikasyon kredileri, 3-8 yıl arasında vadelere sahip olmakla beraber 15 yıl gibi uzun vadelere de yayılabilmektedir. Türkiye’nin ilk sendikasyon kredisi borçlanması 26 Şubat 1987’de Commerzbank öncülüğünde 125 milyon DM tutarındaki tahvil ihracıyla gerçekleşmiştir. Bunu 1988 Aralığındaki, 150 milyon US\$ tutarında, Bankers Trust öncülüğündeki borçlanma izlemiştir. (Seyidoğlu 1993:257) Bu tarihten sonraki gelişim ise TC Hazine Müsteşarlığı ve OECD Kaynaklarına göre aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 3.16: Hazine ve OECD Kaynaklarına Göre Sendikasyon Kredileri

TARİH	HAZİNE	OECD
1989	340	--
1990	200	1800
1991	600	1600
1992	--	1800
1993	--	1900
1994	--	200
1995	245	--

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 1996, OECD, 1995, s:98

Diğer yandan bu uygulama ülkemizde gerektiği kadar yaygınlaşamamıştır. Bunun nedenleri arasında; Bu piyasaların gelişimin özendircek yasal altyapının yeterli olmaması, aracı kurum ve danışmanlık hizmetlerinin yabancı yatırım araçlarıyla ilgili yeterli bilgiye sahip olmamaları, anlaşılması zor ve karmaşık olan bu işlemlerin tanıtımının da yeterli biçimde yapılamaması ile yüksek ve kronik enflasyon nedeniyle yatırımcılar için ilave risklerin olması gibi faktörler vardır. (Ceylan 1993:226) Bunlara rağmen, Sermaye Piyasası Kurulu 1992’de opsiyonlarla ilgili yeni düzenlemeler getirerek uygulamayı teşvik etmeye çalışmıştır.



Hazine'nin sağladığı kredilerde bir iniş çıkış gözlenirken, özel sektör ve bankacılık kesimi tarafından sağlanan toplam sendikasyon kredilerinde genelde istikrarlı bir eğilim söz konusudur. Ancak bu eğilimi 1994 yılı rakamı bozmaktadır. Bilindiği gibi, 1994 başında finans kesiminde başlayıp ekonominin geneline yayılan kriz ile temel ekonomik dengeler önemli derecede sarsılmış, bu da dış piyasalardan borçlanmamızı olumsuz etkilemiştir. Kredi itibarı son derece sarsılan Türkiye, dış kaynak bulmada oldukça büyük sıkıntılar yaşamıştır. Daralan dış kaynak finansman içinde sendikasyon kredileri de payını almıştır. Bankalarla beraber Hazine'nin bu piyasada yeniden kaynak sağlamaya başlaması, 5 Nisan kararları ve IMF ile anlaşmaya varılan Stand-by anlaşmalarının, uygulamadaki başarı ve etkinlikleri tartışmalı da olsa yürürlüğe konması ve kredi itibarının görece de olsa yeniden tesisi ile olmuştur.

1994 krizinden en fazla etkilenen kesim bankacılık sektörü olmuş, dış kaynakları daralan bankalar mevcut sendikasyon kredi borçlarını kendi kaynaklarıyla ödemeye çalışmışlardır. Krizden ancak 1.5 yıl sonra kredi sağlamak için çalışmalar yeniden başlamış ve başta İş Bankası, Vakıfbank, Demirbank ve Halkbank gibi bankaların yanı sıra Hazine'de kredi pazarlığına girişmiştir. Bankacıların da beklentisi olan önceliğin Hazine'ye ait olması ve yeniden borçlanma maliyet ve avantajlarının görülme arzusu gerçekleşmiş ve Hazine, yılbaşından itibaren yürüttüğü çalışmalarını Nisan 1995'te 500 milyon dolar tutar ve Libor+%3.5 maliyetle kredi teminini gerçekleştirmiştir. (Ekonomist 21 Mayıs 1995:62) Temmuz-Ağustos döneminde alınmak üzere de bir 500 milyon dolarlık kredi için daha görüşmelerde bulunmuştur. Hazine'nin bu girişimleri ardından İş Bankası 150, Vakıfbank 50, Demirbank 30, Körfezbank 50 ve Bank Ekspres de 10 milyon dolarlık sendikasyon kredisi çalışmalara başlamışlardır. Ancak bütün bankalar aynı eğilimde olmamıştır. Örneğin, Akbank, Yapı Kredi gibi bankalar hazırlıklı olmadıklarını, dış kaynak gereksinimi içinde bulunmadıklarını ve ekonomideki canlanmayla beraber ortaya çıkacak kredi ihtiyacına göre davranmak istediklerini belirtmişlerdir.

3.6.2. Türkiye'nin Toplam Kaynak Gereksinimi İçinde Borçlanma

1995'de 1 katrilyon 368 trilyon TL ile milli gelirin yüzde 18-19'unu oluşturan iç borç stoku, miktardan çok vade yapısı açısından olumsuzluk doğurmaktadır. Çünkü bu tutarın önemli bir kısmı kısa vadeli. (Forum Şubat 1996:6)

1995'te iç borç stokunun yüzde 55'i nakit karşılığı satılan tahvil ve bonolardan, kalan kısmı ise MB kısa vadeli avansları ve özel amaçlı tahvillerden oluşmaktadır. İkinci kısım araçlar, ödeme açısından yapı itibariyle sorun doğurmazken- Hazine'nin MB'na olan avans borçlarını sıfırlama zorunluluğu olmaması ve uzun vadeli iç borçlanma kağıtlarıyla değiştirilebilmeleri ve nakit dışı borçlanma araçlarının ise yine geri ödeme vadesinde daha uzun vadeli araçlarla değiştirilebilme olanaklarının olması- stokun yüzde 55'ini oluşturan nakit olarak satılan tahvil ve bonoların paylarının giderek azalması asıl sorunu oluşturmaktadır.

1990'da, 1 yıldan fazla vadeye sahip borçlanmayı ifade eden bu araçlar toplam iç borçların yüzde 67'sini oluştururken, 1995 Eylülünde yüzde 20'ye gerilemesi, kısa vadeli borçlanma aracı olan bonoların oranı 1990'da yüzde 19.5 iken, 1995'te yüzde 41'e yükselmesi ve aynı dönemde nakit dış kağıtların payının yüzde 13'ten yüzde 38'e çıkması ödeme güçlüğü açısından tehlikeli görünmektedir.

İç borçlanmada vadelerin giderek azalması, borç stokunun bir yılda bir kaç kez devretmesine ve Hazinenin her ay yaklaşık 5-6 milyar dolarlık iç borç itfasında bulunmak zorunda kalmasına neden olmaktadır. (Forum 1996:7)

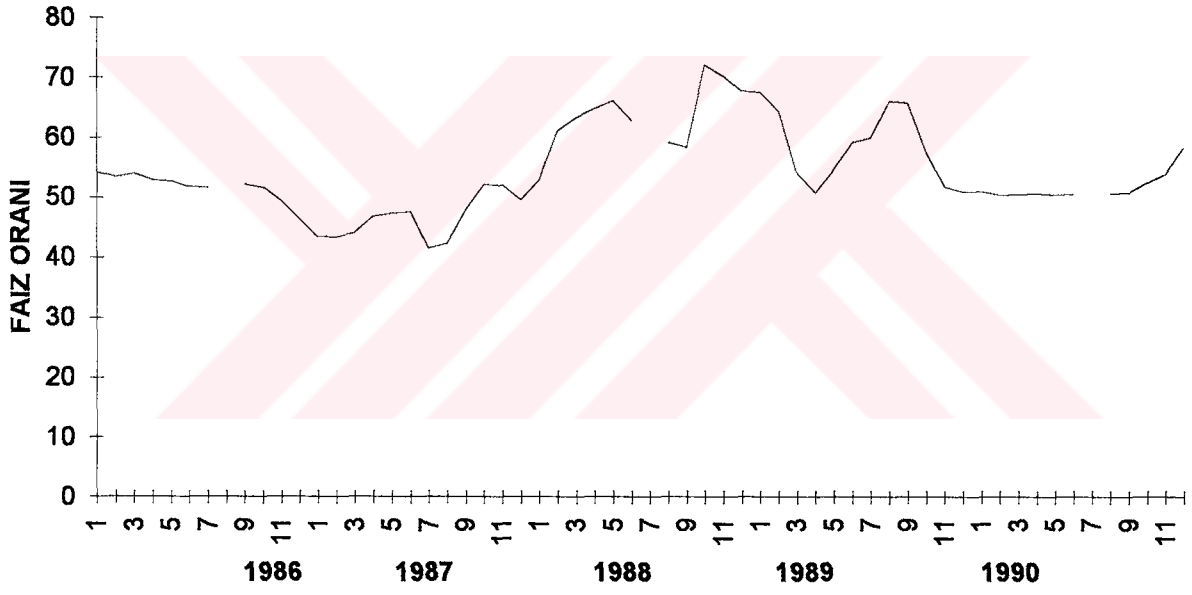
İç borç stokunun milli gelir içindeki payının dünya ortalaması altında olduğu ve tahmin edildiği kadar yüksek risk taşımadığı yolunda görüşler öne sürülmektedir. Örneğin, bu oran İspanya için yüzde 40, Belçika için yüzde 104 düzeyindedir. Sorun ulusal mali piyasalarımızın büyüklüğünün, milli gelirin yüzde 8'i kadar olan kamu kesimi borçlanma gereğini karşılayabilecek düzeyde olup olmadığıdır. Bu anlamda bir yetersizlik, döviz kurunu düşük, reel faizleri yüksek tutarak kısa vadeli dış kaynak sağlamayı gerekli kılmaktadır.

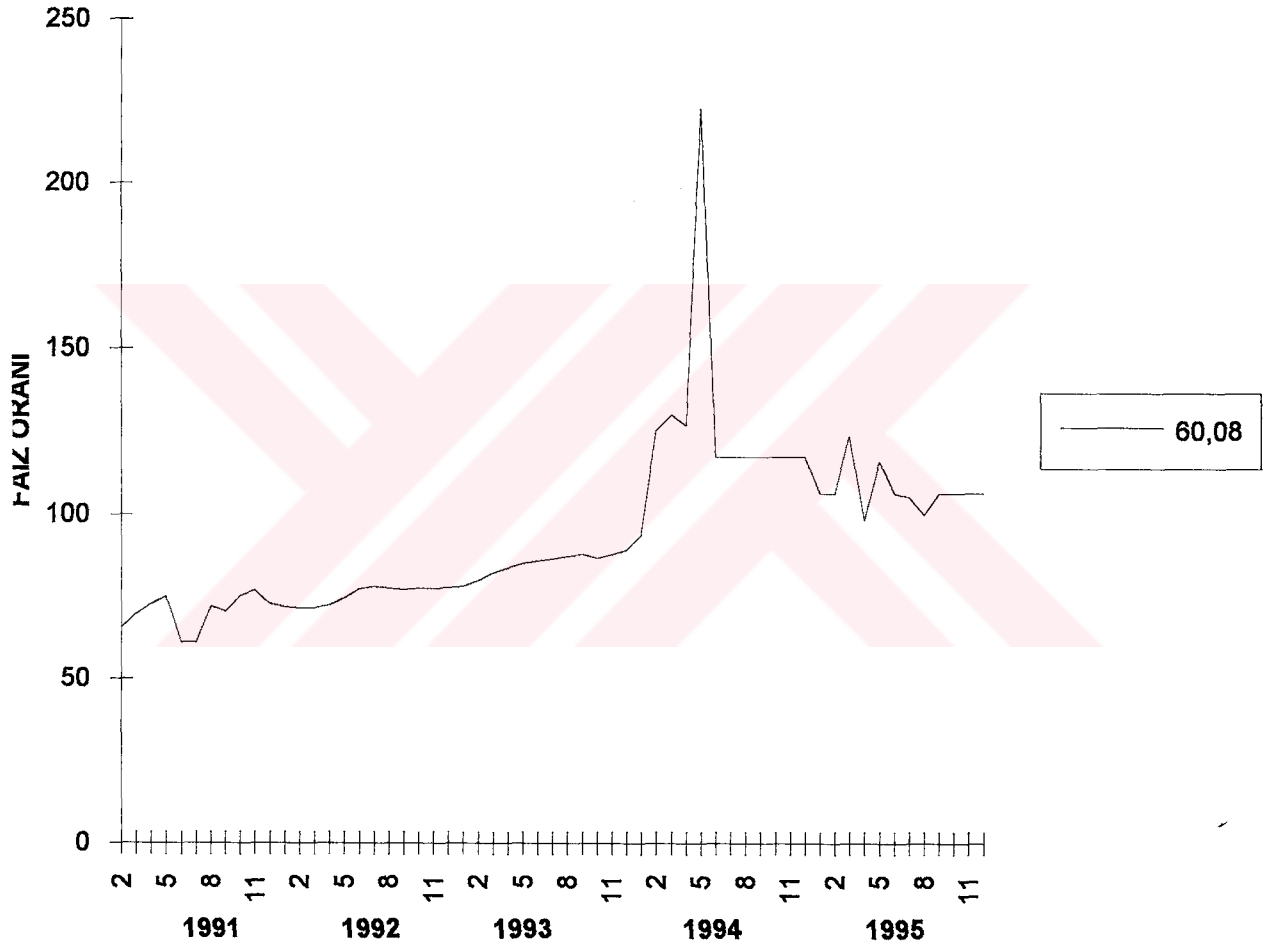
Vade kısalmasıyla, ödeme sıklığının artması iç piyasalarda dengelerin etkilenmesine neden olmaktadır. Borçlanmada bu noktaya nasıl gelindiği konusunda, Hazine gelirlerinin, ihracat ve yatırım teşviklerine yönlendirilmesiyle finansman gereksiniminin arttığı yolunda görüşler öne sürülmektedir. (Konsolide Bütçe Gelir ve Giderleri Tablosu) 80'lerdeki dışa açılma politikalarının sonucu ortaya çıkan bu gelişmeyi, ihracat teşviklerinin toplam ihracat gelirlerinin yüzde 25-35'i oranlarına yükselmesi, doğrular görünmektedir. Söz konusu teşvikler artık kurumlar vergisi gelirleriyle karşılanamaz olmuş ve sermaye gelirlerinden alınan vergiler reel ve efektif olarak azalmıştır. (Forum,1996:7)

Teşvik sistemi kamu gelirlerini azaltıp giderleri artırarak, kamu kesimi borçlanma gereğini iki yoldan tımandırmıştır. Bir yandan, vergi muafiyet ve kolaylıkları gelirlerde azalma yaratmış, diğer yandan da teşvik sistemiyle giderler artmış ve sanayi kesimine kaynak aktarılmıştır. Sonuçta devlet, teşvik sistemiyle almadığı vergileri ve aktardığı kaynakları, borçlanarak ve de yüksek reel faizler ödeyerek geri alma yoluna gitmiştir. (İç Borçlanma Faiz Oranları Grafikleri ve Tablosu) Sermaye hareketlerinin iyice serbestleştiği 1990'lı yıllarda, yatırımcı ve üreticileri, devlete borç vererek risksiz ve yüksek kazanç elde etmeye yönlendiren bu süreç, 1993'te tıkanmaya başlamış, 1994 kriziyle de son bulmuştur.

Öte yandan, son bir kaç yıldır parasal teşviklerdeki azalışlara rağmen, kamu gelirleri reel olarak yüzde 10'lar düzeyinde artarken, iç borç stoku yüzde 50 reel faizle sürdürülmeye çalışılmaktadır. Çözüm olarak gelir artırıcı ve harcama kısıcı önlemler yanında, konsolidasyonla borçların uzun vadeye yayılması, özelleştirme ile elde edilecek gelirlerin iç borç itfasında kullanılması ve iç borç yönetiminin Hazine'den Merkez Bankası'na devredilerek, kısa vadeli avansların kaldırılıp, en az iki yıl vadeli borçlanma koşulu ve iç borç stoku için reel faiz ödeme yerine, faizlerin enflasyon üzerinde olan kısmının para basılarak yani kısmi monetizasyonla ödenmesi gibi öneriler getirilmektedir.

İÇ BORÇLANMA FAİZ ORANLARI



İÇ BORÇ FAİZ ORANLARI

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Yıllık
1984 1 yıl	42,99	42,99	42,99	43			51,53	50,73	49,94	50,07	50,19	50,64	42,98
1985 1 yıl					51,2	51,53	51,73	51,02	52,07	51,61	49,35	46,34	50,6
1986 1 yıl	54,15	53,38	53,98	52,81	52,64	51,73			38,53			35,43	37,84
9 ay													
6 ay	25,51	25,72	25,61	25,23	25,03	24,89	24,79	24,73	24,71			22,92	24,82
3 ay												10,89	10,89
1987 1 yıl	43,42	43,3	44	46,71	47,26	47,51	41,5	42,21	47,94	52,07	51,92	49,58	47,04
9 ay	32,53	31,9	32,84	35	35,24	34,96	25,38	32,65	34,61	36,31	38,67	38,12	34,5
6 ay	21,81	20,94	21,18	22,31	23,17	22,44	14,19	21,89	22,93	24,09	24,71	23,71	22,59
3 ay	10,08	10,09	10,44	10,81	11,11	11,11	9,21	10,63	10,94	11,56	11,91	11,38	10,72
1988 1 yıl	52,94	61,09	63,31	64,73	66	62,6	62,36	59,05	58,36	72,11	70,23	67,65	62,36
9 ay	39,34	45,29	46,18	47,69	47,94	46,32	43,58	42,32	40,74	40,9	50,31	49,15	44,53
6 ay	25,64	28,1	30,04	32,13	32,11	30,39	27,7	24,36	24,78	29,82	34,92	28,98	28,94
3 ay	12,03	12,98	14,67	14,72	15,6	14,89	12,9	10,5	10,43	15,31	14,21	13,72	13,86
1989 1 yıl	67,46	64,34	53,94	50,59	54,6	59,04	59,86	65,92	65,64	57,43	51,73	50,77	58,29
9 ay	47,86	47,7	39,78	35,91	41,88	43,59	45,48	47,29	46,11	39,19	34,85	36,95	42,39
6 ay	29,71	29,82	26,08	20,51	24,37	27,2	29,61	31,57	27,25	24	21,11	22,21	26,53
3 ay	13,9	13,99	11,13	9,75	11,48	13,35	12,53	14,12	12,54	10,68	10,36	10,19	12,44
1 ay								4,53	4	3,26			4,18
1990 1 yıl	50,77	50,26	50,41	50,54	50,33	50,39		50,47	50,64	52,31	53,71	58,39	51,94
9 ay	35,83	35,54	35,94	35,94	35,93	36,08	36,37	36,34	37,55	38,38	39,47	40,76	37,07
6 ay	21,77	21,53	22,18	22,27	22,68	22,99	23,32	23,97	25,09	25,68	26,38	27,56	24,49
3 ay	10,01	10,18	10,14	10,12	10,11	10,22	10,7	11,27	11,8	12	12,59	13,78	11,92
1991 1 yıl	60,08	65,44	69,71	72,89	75,05	60,99	61	70,66	75,15	76,99	72,99	72,09	
9 ay	46,73	50,95	51,96	54,62	57,28	47,24	47,25	49,5	54,22	57,48	55,3	53,32	
6 ay	28,74	31,52	33,99	34,24	35,82	33,3	33	31,69	33,31	36,66	38,5	35,91	34,49
3 ay	13,59	14,9	16,14	16,96	17,86	16,93	16,93	16,71	17,06	18,09	18,76	17,11	17,10
1992 1 yıl	71,94	71,51	71,48	72,5	74,41	77,39	78,17	77,63	77,24	77,51	77,64	77,83	75,39
9 ay	53,37	53,22	53,2	54,31	55,55	57,13	56,67	56,46	56,18	56,13	56,13	56,43	54,95
6 ay	35,41	35,32	35,37	35,53	37,25	38,67	38,41	38,3	37,64	37,63	37,61	37,78	36,97
3 ay	16,93	16,91	16,91	17,11	17,96	18,68	19,15	18,85	18,6	18,6	18,65	18,69	18,59
1993 1 yıl	78,09	79,99	82,27	83,87	85,25	85,89	86,51	87,38	87,97	86,69	87,91	89,23	86,33
9 ay	57,02	58,66	58,46	60,32	60,32	60,52	61,01	61,69	61,91	59,19	59,41	60,46	60,11
6 ay	37,38	37,82	35,36	36,8		37,07	37,4	37,74	35,95	34,94			36,63
3 ay	18,69	17,41	16,33	16,48	16,81	16,71	16,71	16,44	16,19	15,76			17,45
1994 1 yıl	94	125	129,99	126,58	222,54								117,04
9 ay	67,5	86,25		82,5		91,12							84,89
6 ay	40,71	51,05				70,52	64,23	56,55	52,1			53,2	55,94
3 ay		24,84	24,75		32,75	40,84	25,19	23,36	22,13	19,87	22,74	24,15	25,32
1995 1 yıl	106,2	106,2	123,34	97,99	115,82	106,2	105,07	99,83					106,2
9 ay			78,92	64,57	75,51			62,42					71,33
6 ay				40,31	44,82	49,58							50,08
3 ay	27,96	59,22		19,34	20,23	17,98	17,25	17,09				30,24	23,76
Kaynak: Harzine, Aylık Ekonomik Veriler													

1984'ten itibaren terkedilen denk bütçe politikası sonucu artan bütçe açıkları ve bu açıkların borçlanma yoluyla finansmanı ile kamu finansmanında iç borçlanmanın payı son bir kaç yılda katlanarak artmaktadır. Örneğin, 1983'te 278 milyar TL'si tutarındaki, devlet tahvili ve Hazine bonosu satışı, bir sonraki yıl ikiye katlanarak 694 milyar TL'ye ulaşmıştır. Giderek artan iç borç stoku ise (İç Borç Stoku Grafiği) faiz hadleri, para arzı artışı, bütçe açıkları ve enflasyonist baskılar ile ekonomi üzerinde olumsuz etkiler doğurmaktadır. 1982'de toplam iç borçlanmanın milli gelirdeki payı %12.5. iken 1995'te bu oran %40'lar, iç borçlanma faiz oranları da reel olarak % 10 - 12'lere yükselmiştir. (TOBB,1993:100, DPT,1995:101)Yukarıda sözünü ettiğimiz çözüm önerilerinin bir an önce tartışılıp, uygun olanı seçilerek uygulanması, ekonomik dengelerin yeniden bir krize neden olmayacak biçimde sağlanması için gereklidir.

Bütçe gelir ve giderleriyle ilgili tablo incelendiğinde, bütçe gelirlerinin milli gelir içindeki payının artış oranının, bütçe giderlerinin payındaki artış oranının, (özellikle 1991-94 döneminde) altında kaldığı görülmektedir. Gelirlerin giderleri karşılama oranlarına bakıldığında ise, aynı dönem içinde düşüş eğiliminde olduğu farkedilmektedir.

Tablo 3.18: Konsolide Bütçe İle İlgili Oranlar (Yüzde)

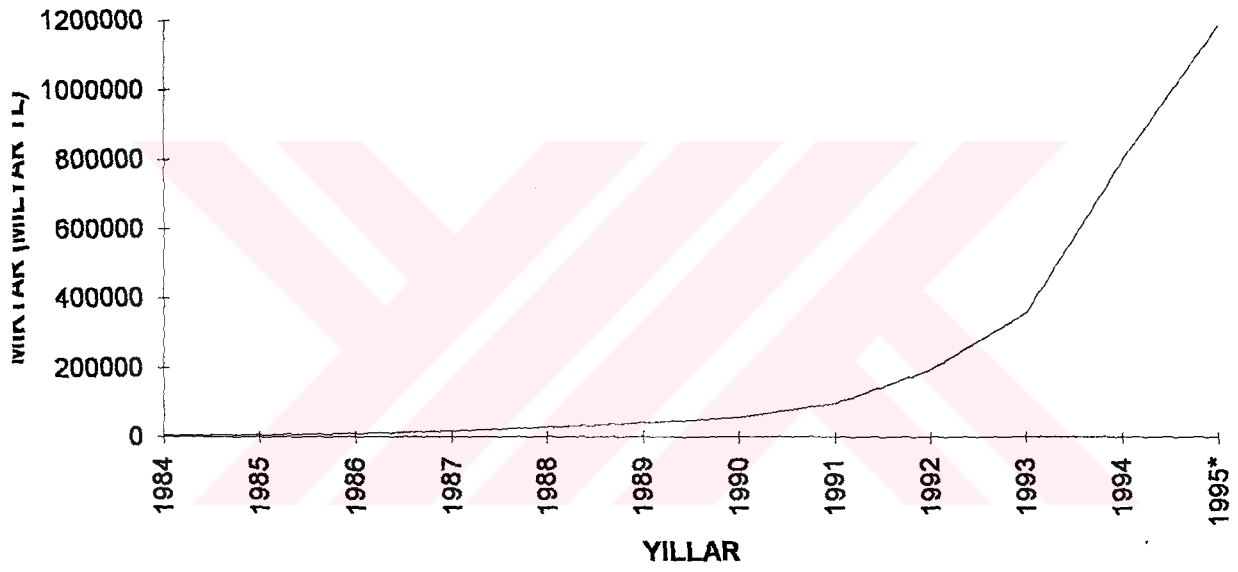
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995*
Bütçe Gelirleri/GSMH	13.6	14.2	15.6	16.1	17.9	19.3	18.0
Vergi	11.1	11.4	12.4	12.8	13.2	15.1	14.0
Diğer	2.05	2.8	3.2	3.3	4.7	4.2	4.0
Bütçe Giderleri/GSMH	16.9	17.2	20.9	20.4	24.6	23.1	19.6
Cari	7.2	8.4	9.5	10.4	10.3	8.9	7.6
Personel	5.4	6.7	7.8	8.5	8.5	7.0	6.3
Diğer cari	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.3
Yatırım	2.5	2.5	3.0	3.0	2.9	2.0	1.0
Transfer	7.1	6.3	8.3	7.1	11.4	12.3	11.0
Bütçe Açığı/GSMH	3.3	3.0	5.3	4.3	6.7	3.9	1.6
Bütçe gelirleri/Giderler	80.7	82.8	74.8	79.0	72.9	83.3	91.8
Vergi Gelirleri/Giderler	65.8	66.5	59.5	62.8	62.8	65.1	71.3

*Ocak-Eylül itibarıyla

Kaynak : Maliye Bakanlığı, 1995, s:86

İç borç stoğu artışı 1991'e kadar düzenli bir artış seyri izlerken, 1991-94 arasında bu düzenlilikten saparak hızlı ve keskin artışlar göstermeye başlamıştır. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi, iç borç miktarındaki artışın nedenleri arasındadısa dönük büyüme politikalarının başlangıcı olan 1980'lerden bu yana uygulanan, yatırım ve ihracat teşvikleri, vergi kolaylıkları vs. özendirici önlemlerin, kamu maliyesi üzerinde yük ve baskı oluşturmaları ve kayıt dışı ekonominin denetim altına alınamaması vardır. Sonuçta, kamu finansman açığı, iç ve dış kaynaklarla kapatılmaya çalışılmış, bu gelişmeler de borçlanma faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Örneğin iç borçlanma rakamlarının hızlı artışlar gösterdiği 1990-94 döneminde, iç borç stoğu 57 trilyon TL'dan yıllık % yüze varan artışlarla 1994'te, 800 tilyon TL'na ulaşmıştır. aynı dönemde bütçe açığı rakamlarının, 1990 öncesi rakamlarının (% 3'ler) önemli ölçüde üzerinde gerçekleşerek, %5 ve 7'lere yaklaşan oranlara ulaşmıştır.

İÇ BORÇ STOKU



Bu dönemin iki dönüm noktası vardır: 1991 Körfez Krizi ve 1994 Ekonomik Krizi. Her ikisi de ülkenin iç ve dış ekononmik ekonomik dengelerini olumsuz etkileyen bu gelişmeler, kamunun gelir ve gider dengesini de bozmuş ve kamu kesimi finansman açığını artırmıştır. Sonuçta, iç ve dış borçlanma rakamları kontrolsüz bir biçimde artmıştır.

İç borçlanma faiz oranlarının gelişimini incelediğimizde, sendikasyon kredilerinin düzenli olarak alındığı dönem olan 1986-90 döneminde, istikrarlı bir görünüm sergileyen son yıl dışarıda bırakıldığında, faiz oranlarında, yükseliş ve düşüş eğilimlerinin tekrar ettiği görülmektedir. Bu da bize iç borçlanma faiz oranları gelişinde bir dönemsellik olduğu kanısını vermektedir. Özellikle düşüş eğilimi olan dönemler, Hazine gelirlerinin azaldığı dönemlerde, artan borçlanma gereksinimi nedeniyle başvuru dış kaynaklardan sendikasyon kredilerinin, iç kredi arzında artışlara neden olarak iç borçlanma faiz oranlarında düşüşe yolaçtığı dönemlerdir. Körfez Krizi sonrası dönemde kamu gelirlerindeki dönemsellik devam etmesine rağmen, iç borçlanma faiz oranlarındaki dönemsellik keskin artışlarla bozuluyor görülmektedir.

SONUÇ

19. yüzyıl sonlarından 20. yüzyıl başlarına kadar devam eden Altın Standardı ve Altın Döviz Standardı sistemlerinin yerini, önce 1944-73 döneminde Bretton Woods sistemiyle gelen Kontrollü Döviz Kuru sistemi ve daha sonra da Dalgalı Döviz Kuru sistemine bırakmıştır. Böylece uluslararası mali ve parasal sistem daha fazla faiz ve kur riskiyle karşı karşıya kalmıştır.

Kur ve faiz riski 1980'li yıllardaki liberalizasyon ve deregülasyon ve bunların bileşik etkisiyle dünyada egemen olan 90'lı yılların küreselleşme eğilimleriyle kendini daha fazla hissettirmiştir. Sonuçta, başta ödemeler bilançosu açıklarını kapamak amacıyla Uluslararası Finansal Piyasalara yönelen hükümetler ve daha esnek ve elverişli koşullarda borçlanmak isteyen kamu ve özel sektör kuruluşları, bu tür risklerden korunma araç ve yöntemlerine artan oranda başvurma gereği duymuşlardır. Swap, opsiyon ve vadeli işlemlerin yanısıra, araçlardan da dalgalı borçlanma senetleri, finansman bonoları ve mevduat sertifikaları yaygınlaşmaya başlamış, risklerden korunma ve maliyet azalışı yanında, emisyoncusu ve yatırımcısına yüksek getiri sağlama elde etme olanağı doğurmuştur.

Uluslararası finansal piyasaların önemli bir bölümünü teşkil eden Europiyasalar, başlangıçta ABD dışındaki dolar cinsinden fonların birleşerek oluşturduğu Eurodolar piyasasının uzun vadeli işlemleri kapsayacak biçimde genişleyip gelişmesiyle oluşmuştur. Günümüzde milyar dolarlarla ifade edilen işlem hacmine sahip bu piyasaların gelişimindeki temel faktörler, daha önce de açıkladığımız gibi, ABD'nin 1960'larda sermaye kısıtlarına getirdiği Faiz Eşitleme Vergisi ile Gönüllü Dış Kredi Kısıtlamaları ve bankaların mevduat faizlerine getirdiği tavanlardır. ABD dışındaki gelişim faktörleri arasında ise 1950'lerde Rusya ve Doğu Bloku Ülkelerinin dolar mevduatlarını Avrupa'daki merkezlere aktarmaları ve 1970'lerde yaşanan Petrol Şokları sonucu ÖB fazlasına sahip OPEC ülkelerinin ellerinde biriken Petrodolları Avrupa bankalarına yatırmalarıdır. Bu gelişmeler ABD'den ülke dışına mevduat akışını hızlandırmış ve fonlar Avrupa'nın Londra gibi önemli merkezlerinde birikerek ayrı bir piyasa oluşturmuştur.

Günümüzde bu piyasalar son derece gelişmiş bir iletişim ve bilgisayar teknolojilerine sahip, çok geniş bir coğrafyaya yayılmış Euromerkezlerdeki uzman aracı kuruluşlar tarafından yürütülen büyük tutarlardaki fonların alınıp satıldığı piyasalar haline gelmiştir. Başlangıçta ödemeler bilançosu sorunları olan GOÜ'nin yoğunca borçlandığı bu piyasalar, ulusal bankacılık kaynaklarıyla karşılaştırıldığında, fonların vade ve faiz yapısındaki esneklik, kullanılan finansman teknik ve araçlarıyla, kur ve faiz rizikosunu azaltma ve getiri sağlama gibi nedenlerle, günümüzde GÜ özel sektör ve hükümetlerinin daha fazla başvurdukları kaynaklar haline gelmiştir. Bu piyasaların ulusal piyasalara göre en önemli avantajı, karşılık oranları ve bankacılıkla ilgili çeşitli prim ve harçlardan muaf olmaları nedeniyle maliyetlerinin düşük olması ve yüksek getiri sunabilmeleridir. GOÜ'nin bu piyasalardan borçlanmaya yönelmesinin bir nedeni de resmi kredilerin büyük ölçüde azalması, uluslararası kuruluşlardan alınan (IMF, IBRD) koşullu kredilerin yetersiz kalmasıdır.

Uluslararası Finansal Piyasalar'a borçlanmanın ülke grupları ve araçlar bazında 1988-1994 arasında yapısı incelendiğinde, başlangıçta OECD ülkelerinin ve tahvillerin ilk sıraları aldığı görülmektedir. (Tablo: 3.1 ve 3.2) OECD ülkelerinin payı bir miktar düşmekle beraber dönem sonunda yerini korumakta, tahvil yoluyla borçlanma %50'den %44'e gerilemekte, GOÜ ancak %7 civarında bir paya sahip olabilmekte, sendikasyon kredilerinin payı ise %27'den %21' düşmekte, para piyasalarının payı %17'den %28'e çıkmaktadır. Ancak sendikasyon kredileri 1995 yılında sermaye piyasalarındaki payını %55'e çıkarmaktadır (Milliyet 17 Mart 1996) Ayrıca OECD ülkeleri de toplam borçlanmada %90 paya sahip olmuştur.

İncelememiz kapsamındaki dönem boyunca piyasalarda görülen işlem hacmi artışı, standardizasyon ve deregülasyon gayretleri, yeni finansal teknik ve araçların ortaya çıkması, ulusal sermaye piyasaları arasındaki entegrasyonun giderek artışına ve sermaye piyasalarının globalleşmesine yolaçmaktadır.

1980'li ve 90'lı yıllarda GOÜ'nin finansmanında ticari banka kredileri ve geleneksel borçlanma kaynaklarının payı azalırken doğrudan yatırımların payı artmaktadır. Ancak bu söylediklerimiz Türkiye için geçerli değildir. 1995'de Asya

Ülkeleri 90 milyar dolara yakın sermaye girişi sağlarken, Türkiye ancak 1 milyar dolarla yetinmiştir. Bunun nedeni, bu ülkelerin, özelleştirme, bütçe açıklarını daraltma ve sermaye hareketlerini liberalleştirmede başarılı adımlar atmalarıdır.

Ülkemiz, 1970'lerin ortalarına kadar dış finansman ihtiyacının büyük bölümünü OECD Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu aracılığı ile sağlanan resmi finansman ve işçi dövizleriyle kapatmaya çalışmış, ancak bu dönemin ortasından itibaren hızla artan dış kaynak ihtiyacının karşılanması için Dövizle Çevrilebilir Mevduat Hesapları'na başvurma zorunluluğu doğmuştur.

1970'li yıllarda GÜ için alternatif bir finansman kaynağı olan Europiyasalar, artan finansman ihtiyacını gidermek, uygun koşullarla kaynak çeşitlendirmesine gitmek ve finansman kaynaklarını artırmak amaçlarıyla ülkemiz tarafından kullanılmaya başlanmış ancak bu tür borçlanma 1980'lere kadar sınırlı kalmıştır.

1980 24 Ocak Kararları'nı takiben uygulamaya konan ekonomik istikrar programı ile sağlanan başarı ve ekonomik performanstaki iyileşme, uluslararası güven ve kredi itibarının yeniden tesisiyle sonuçlanmıştır. Bu olumlu gelişmeler sonucu, 1983'te yeniden sendikasyon kredisi sağlanmaya başlanmış ve bu kaynaklar çoğunlukla altyapı ve enerji sektörü finansmanında kullanılmıştır. Aynı dönemde borç krizi yaşayan Latin Amerika Ülkelerinin durumu düşünülürse başarı ortaya çıkmaktadır. Öte yandan çalışmamızın son bölümünün uygulama kısmında da ortaya koyduğumuz gibi, sendikasyon kredilerinin iç borçlanma faiz oranları üzerinde dolaylı da olsa bir dönemsellik etkisi vardır. Bu da gelirlerin daraldığı dönemlerde başvurulmuş dış kaynaklardan biri olan sendikasyon kredilerinin iç kredi arzında artışlar meydana getirerek faiz oranlarında düşüşe yolaçtığı biçiminde özetlenebilir.

Diğer yandan, 4 Şubat 1988'de alınan kararlarla kamu kuruluşlarının da dış piyasalardan devlet güvencesi olmadan borçlanmalarına olanak tanınmasıyla Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin tahvil ihraçlarını görüyoruz. Yerel yönetimlerin uluslararası piyasalardan finansman sağlamasında örnek olan bu uygulama başarıyla sürdürülememiş ve ödeme güçlüğü nedeniyle Hazine tarafından üstlenilmiştir.

Körfez Savaşı'yla sekteye uğrayan UFP'dan borçlanmamız, 1992'de rating notunun açıklanmasıyla yeniden başlamış ve ilk kez Japon piyasaları denenmiştir. Bunu ABD Yankee piyasasına ihraçlar izlemiştir. 1993 itibariyle tahvil ihraçlarının toplam dış borçlar içindeki payı %48'e ulaşmıştır.

Kredibilite koşulları uygun olduğu sürece başarıyla uygulanan Eurotahvil ihracındaki artışla beraber, kredibilitenin sürdürülmesinde sıkıntılar doğmaya başlamıştır. Bunda en büyük neden uygulanan hatalı politikalar sonucu, kamu kesimi finansman gereksiniminin artması, iç ve dış borç göstergelerinde önemli bozulmalar meydana gelmesidir. Yine hatalı kur ve faiz politikaları ile de cari işlemler dengesi açıkları (ve ÖB açıkları) artmıştır. Ayrıca sosyal güvenlik sistemindeki bozulmalar, yerel yönetimlerin hızla artan finansman açıkları, yeterli yasal taban ve gerekli programdan yoksun özelleştirme çalışmalarının başarıyla yürütülememesi ve siyasal istikrarın bozulması hep kredi değerliliğini olumsuz etkileyen faktörlerdir. Özellikle kur ve faiz politikasındaki yanlışlıklar (yüksek faiz, düşük kur gibi) ülkeyi 5 Nisan öncesine getirmiştir.

Sonuçta, kabul edilen istikrar programının gerektirdiği önlemler tam anlamıyla uygulanmamış, bir çok kesime önemli tavizler verilmiştir. Krizin olumsuz etkileri tamamen ortadan kalkmamakla beraber, 3 rakamlı enflasyon 2 rakama indirilmiş, kurlarda aşırı bastırılma yerine kontrollü bir dalgalanma tesis edilmiş ve ancak kriz öncesi yakalanabilmiştir.

1995 ve 1996'da izlenen ekonomi politikaları sonucunda istikrar programındaki disiplin bozulmuş ve kamu finansmanı yine ciddi bozulma işaretleri vermeye başlamıştır. İç ve dış borçlama faiz ödemeleriyle birlikte katlanarak kamu finansmanı üzerinde baskı yaratmaktadır. Özel tasarruflar artan oranlarda kamu finansmanına yönelirken, konut dışındaki sektörlerde yeterli ve sürekli yatırımlar gözlenmemektedir. Belirsizlik ve güvensizlik ortamı da uzun vadeli sermaye girişini caydırmaktadır. Bütün bu göstergeler "yeni bir kriz beklentisi" doğurmaktadır. Sadece döviz rezervlerindeki geçici olumlu gelişmelere bağlanan kur ve faiz politikaları bu gelişmeyi çabuklaştırabilir görünmektedir.

Bu tür mali bir krizi önlemenin yolu vergi gelirlerini artırmadan geçmektedir. Bu da ancak vergi tabanının genişletilmesi ve güçlü bir vergi idaresi kurulması ile mümkün olacaktır.

İkinci olarak, vergi oranlarının düşürülüp hasılatın artırılması akla gelebilir. Ancak bu da, daha önce ABD’de Reagan döneminde denenmiş ve giderlerin kısılamaması sonucu başarısızlığa uğrayan arz yönlü politikaların tekrarı olacaktır. Kamu maliyesinde dengenin kurulabilmesi için de şunlar söylenebilir:

- Enflasyon beklentisi kırılmalı,
- İç borç istikrarlı hale getirilmeli,
- Kamu harcamaları daraltılmalı,
- Özelleştirmeye hız kazandırılmalı,
- Sosyal Güvenlik sisteminde iyileştirme sağlanmalı,
- Borç Yönetimi ile para politikası arasında koordinasyon sağlanmalıdır.

Bunların dışında getirilebilecek öneriler de şunlar olabilir:

- Sermaye gelirleri üzerindeki vergiler artırılmalıdır,
- Bütçe olanaklarıyla tutarlı ve şeffaf bir teşvik ve sübvansiyon sistemi getirilmelidir.
- İşgücü piyasasında, esneklik ve verimliliğe dayalı ücret politikaları izlenmelidir.

Çözüm önerileri üzerinde kısaca durmak gerekmektedir.

a. En başta, iç ve dış borçlardaki artışlar bir şekilde dizginlenerek kamu maliyesi üzerindeki baskıları giderilmelidir. İç borçlar GSMH’ya oranlandığında OECD ortalamasının altında görünmesine rağmen, vadelerin kısalığı tehlike arz etmektedir. Bu da faizler ve enflasyon üzerinde artırıcı etkiye sahiptir. Dış borçlarda da benzer bir yapı gözlenmektedir. 1984’de %15 (3 milyar dolar) olan dış borçlar içindeki kısa vadeli borçların payı ,1994’te %27’ye yükselmiştir. Kısa vadeli iç ve dış borçların yaratacağı olumsuzlukların başında kısa vadeli finansman ihtiyacını artırarak kısır döngü yaratma ihtimali gelmektedir. Ayrıca iç borçlanmada kullanılan kamu kağıtlarında en büyük pay bankacılık kesimine aittir. İç borç çıkmazından

emisyonu başvurmadan çıkmanın yolu borçların uzun bir süreye yayılarak ödenmesi, yani konsolidasyondur.

b. 1994 krizine neden olan en önemli unsurlardan biri, ekonomide tam bir istikrar ve altyapı sağlanmadan yürütölmeye çalışılan liberal ekonomi politikalarıdır. Böylece sorunlar çözülmek yerine daha da derinleşmiştir. Bu konuda gerektiğinde geri adımlar atılıp Merkez Bankası'nın kur ve faiz politikası üzerindeki belirleyiciliği istikrar sağlanana kadar sürdürölmelidir.

c. Başlangıcından günümüze çok hızlı ve sistemli bir gelişme gösteren UFP'dan ölkemizin daha iyi yararlanması konusunda da şunları söyleyebiliriz:

- Daha önce belirttiğimiz gibi, piyasalarda varolmanın ve bunu sürdürebilmenin ön koşulu kredibilitedir. Bu konuda yakalanacak iyi bir pozisyon sürekli fon sağlamak için yeterli değildir. İtibarın sürekliliği için de makroekonomik dengeler ve sosyal ve politik istikrar gereklidir.

- Piyasalardan sürekli ve etkin bir şekilde yararlanmak ve elde edilen kaynağın verimli alanlarda kullanılması için yeni ortaya çıkan finansal araç ve tekniklerden yararlanmak, bunun için gerekli altyapı ve birikimi sağlamak gerekmektedir. Böylece borçlanma maliyeti düşürölecek, kur ve faiz risklerinden korunulacak ve getiri sağlanmış olacaktır.

- Piyasalardan elde edilecek kaynakların ÖB açıklarını finanse etmede kullanılması, spekülasyon yoluyla kazanç sağlamayı sınırlamaktadır. Bu nedenle borç yükünün belli düzeylerde tutulması ve korunma tekniklerinin etkin kullanımı gerekmektedir. Tekniklerin kullanımında başarı için, borç stoku ve döviz gelirlerinin iyi analiz edilmesi ve faiz ve kur değişmelerine duyarlılığının hesaplanması, UFP'ın çok iyi izlenmesi ve iyi bir borç stratejisi ve araçları kullanacak bilgi ve donanımın yerleştirilmesi gerekmektedir. Belediye ihraçlarında da gelir gider dengesi gözetilmelidir.

- UFP'den borçlanmalarda, daha önce başarılı olmuş büyük banka ve finansal kurumlardan oluşan bir grup, örnek olmak ve birikimlerini aktarmak bakımından görevlendirilmelidir.

- Uluslararası piyasalarla er geç entegre olmak durumunda olan ülkemizin, 80'lerde aldığı liberalleşme kararı doğrultusunda, sermaye piyasasını tam bir alt yapıya kavuşturma yolunda gerekli adımları bir an önce atmalısı gerekmektedir. Bu bağlamda, İstanbul Altın Borsası'nın kurulması ve İzmir Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası'nın başarılı olması gerekmektedir.



KAYNAKÇA

- AÇBA, Sait
1991 Devlet Borçlanması. Ankara: Adım Yayıncılık
- AKTAN, Okan
1993 "Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmişi ve Geleceği " **İktisat-İşletme ve Finans**. 87. Haziran:14-19
- AKYÜZ, Abdullah
1993 "Uluslararası Finans Piyasası ve Türkiye " **İktisat-İşletme ve Finans**. 87. Haziran:5-14
- Ankara Büyükşehir Belediyesi
1994 **Belediyelerin Finansmanında Yeni Yaklaşımlar**
- BAL, Harun
1994 "Uluslararası Finansman ve Tahvil Piyasaları:Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler Dış Finansman Kaynakları Açısından Bir İnceleme" **Maliye Yazıları**. Nisan-Haziran:36-37
- Bank For International
Settlements 1994-95 **Annual Reports**, Basle
- BANKING WORLD
1994 "Syndicated Loans" July:32
- BRYANT, C. Ralph
1987 **International Financial Intermediation**, Brooking Institutions.
- BUCKLEY, Adrian
1992 **Multinational Finance**. Londra:Printice Hall Editions
- CANEVİ, Yavuz

- 1993 "Uluslararası Mali Piyasalar ve Türkiye " **İktisat-İşletme ve Finans**. 87. Haziran:20
- CANGÖZ, M. Coşkun ve
U.HAZIROLAN "Eurodolar Piyasası: Yapısı ve İşleyişi **Hazine ve Dış Ticaret**. 14:21-35
1992
- ÇAPANOĞLU, M. Birol
1993 **Türkiye ve Dış Ülkelerde SermayePiyasası,ÖzelleştirmeUygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları** İstanbul: Beta BasımYayım
Temmuz 1996
- CAPİTAL
ÇEKİNMEZ, Mehmet
1985 Offshore Bankacılığı: Manş Adaları ve Bahama Uygulaması" **Hazine ve Dış Ticaret**. 3. Kasım:17-39
- CEYLAN, Ali
1993 **Finansal Teknikler** Bursa:Uludağ Üniversitesi Yayını
- DEMİRAG, İstemi ve S:
GODDARD **Financial Management For Interational Business**
1994 Londra: McGraw Hill Company
- EKONOMİST
EKREN, Nazım
1986 "Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği"
Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları
- ERÇEL, Gazi
1992a "Turkey in the Eurobond Market"**Finans Dünyası, Economic Dialogue**. January:36
1992b "Yeni Gelişen Bir Piyasa: Yankee Bond" Nisan:22-29
1994 "Uluslararası Kuruluşların Çekiciliği" **Finans**

- Dünyası. 37:14-15**
- ERDEN, Arif
1993 "Türkiye'nin Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Performansı" **Hazine ve Dış ticaret** . 17. Haziran:23-37
- ERSAN, İhsan
1985 "Melez Finansman ve Türkiye" **Para ve Sermaye Piyasası. 72. Şubat:40-41**
1985a "Swap Finansmanı ve Türkiye" **Para ve Sermaye Piyasası. Mayıs:32-36**
1985b "Türk Ekonomisindeki Bankacılık Olgusuna İlişkin Bir Değerlendirme" **Para ve Sermaye Piyasası Ağustos:18-21** "2000'li yıllara Doğru Uluslararası Finansal Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye". **Banka ve Ekonomik Yorumlar. Nisan-Mayıs: 1994 January, 1995 June**
- EUROMONEY
EINZING, Paul ve B. Scott
Quinn
1977 **The Eurodollar System: Practice and Theory of International Interest Rates. New York: St. Martin Press**
- FELS, Gerhard and G.SUTİJA
1991 **Protectionism and International Banking. II. 62-77. Mac Millan Studies. England**
- FETTAHOĞLU,Abdurrahman
1991 **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye Ankara: Banka ve Ticaret Enstitüsü Yayın No:255**
- FISHER III, F.G.
1988 **Eurobonds, Euromoney Publications, PLC.**
- GUIDE to Offshore Finance
1994 "Bahama ve Bahreyn" 8-17
Hacettepe Üniversitesi

- Mezunları Derneği
1993
Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar.
İstanbul
M. Cihat Danışman "Belediye Finansmanında Yapısal Değişim"
Mustafa Gürtin "Türkiye'nin Dış Finansman Deneyimi Üzerine Bazı Değerlendirmeler"
- HEDİLİ, H. Avni
1980
"Eurokredi Piyasası ve Türkiye'nin Bu Piyasadan Borçlanması Konusunda Bazı Değerlendirmeler"
Memduh Aytür'ü Anarken, Maliye Bakanlığı Yayını. Ankara
- KABAKÇI, Ali ve B. TANER
1993
"Swapların Finansman Tekniği Olarak Değerlendirilmesi" **Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.**
Cilt: 8.2: 67-76
- KARLUK, Rıdvan
1996
Uluslararası Ekonomi İstanbul: Beta Basım-Yayım
- KINDLEBERGER, Charles P.
1970
Uluslararası İktisat (Çev. Nejdett Serin) Ankara: Doğan Yayınları. No: 10
- KIRIM, Arman
1991
"Borsa Endeksi Futures Piyasaları" **Bankacılar**. 6. Ekim: 38-45
- KOCHAN, Nick
1992
"A Bid for the Big Time" **Euromoney**. May: 301-306
- KRUGMAN, Paul and Obstfeld, MAURICE
1987
International Economics, Scott Foresman and Company
- KVASNICKA, Joseph G.
19..
Readings in International Finance. Kenneth Bernauer "The Asian Dollar Market" Federal Rezerv

- Bank of Chicago Publications. 190-203
- LEVİ, Maurice D.
1990 **International Finance.** Mc Graw Hill Publishing.
- MADURA, Jeff
1989 **International Financial Management.** West Publications, St. Paul Editions.
17 Mart 1996
- MİLLİYET
NAS, Nesrin
1989 **"1980 Öncesinde Avrupiyasalar ve Türkiye"**
(Yayımlanmamış Doktora Tezi) İstanbul Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- ÖÇAL, Tezer
1990 **Para Teorisi.** Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları.
No:157
- OECD
1995 **Financial Market Trends.**
- ÖZBEK, Dilek Saygın
1981 **Uluslararası Para Sistemleri ve Parasal İlişkiler**
Ankara:İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayın
No:169
- ÖZKABAN, Duru D.
1991 **"The Eurobond Market and the Republic of Turkey as a New Issuer"** Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ankara
- PARASIZ, İlker
1985 **Para, Kredi ve Finansal Piyasalar.** Bursa: Haşet Kitabevi Yayını 3. Baskı
- 1986a **Uluslararası Para Sistemi: Kuram, Mekanizma, Tarihçe ve Politika.** Uludağ Üniversitesi.
- 1986b **"Eurokredi Piyasalarında Sendikasyon Kredileri"**
Para ve Sermaye Piyasası. Şubat:15-39

- PARASIZ, İlker ve K.
YILDIRIM
1994
Uluslararası Finansman Bursa: Ezgi Kitabevi
Yayını 1. Baskı
- PIKE, R. And B. NEALE
1993
Decisions and Strategies. Printice Hall. UK
- RAJUK, Venugopol. K
1990
**Petrodollar and Its Impact on the World
Economy** New Delhi: Indus Publishing Company
- SEYİDOĞLU, Halil
1994
Uluslararası Finansman İstanbul: Güzem Yayınları.
1. Baskı
- TARLAN, Selim
1986
**"Avrupa Dolar Piyasasının Oluşumu" Memduh
Aytür'ü Anarken.** Maliye Bakanlığı Yayını.
- TC Başbakanlık Devlet
Planlama Teşkilatı
1995
Temel Ekonomik Göstergeler
- TC Başbakanlık Hazine ve Dış
Ticaret Müsteşarlığı
1993
**Yankee Tahvil Piyasası
Aylık Ekonomik Göstergeler (Çeşitli Sayılar)**
- TC Maliye Bakanlığı
1995
Yıllık Rapor
- TC Merkez Bankası
TEKİN, Fazıl
1988
Yıllık Raporlar (Çeşitli Yıllar)
Uluslararası Maliye. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi
Yayınları
- THE Guide to Offshore
Financial Centers
1994
Londra:Euromoney Publications.
- TOBB

- 1996 **Forum. Şubat:6-9**
Ekonomik Raporlar (1993-94-95)
- TURAN, Gül G.
 1980 **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**
 Ankara:Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları
- TÜREL, Oktar
 1994 "Türkiye'de 1993-1994 Bunalımı Üzerine
 Düşünceler" **Mülkiyeliler Birliği**. Xiii.168.
 Haziran:4-17
- TİLEYLİOĞLU, Alaattin
 1991 "Finasman Bonoları" **Bankacılar**. 5. Temmuz:
- ULUĞBAY, Hikmet
 1994 "Kur-Faiz Politikalarının Dış Borçlanma Üzerindeki
 Etkileri" **Mülkiyeliler Birliği** . Xiii. 169. Temmuz:
 33-37
- YENİYÜZYIL
 26 Temmuz 1995
- YETİM, Sedat
 1991 "Repo, Swap ve Forward; Türkiye ve Dünya
 Uygulaması" **Hazine ve Dış Ticaret**. 91-3:119-130