

**T.C.
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI**

**TÜRKİYE’DE SENDİKASYON KREDİLERİ İLE DIŞ TİCARET ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
SEVGİ ÜÇLER**

GAZİANTEP – 2021

**T.C.
HASAN KALYONCU
ÜNİVERSİTESİ SOSYAL
BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI**

**TÜRKİYE’DE SENDİKASYON KREDİLERİ İLE DIŞ TİCARET ARASINDAKİ
İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
SEVGİ ÜÇLER**

**TEZ DANIŞMANI
PROF.DR. M. HANİFİ ASLAN**

GAZİANTEP – 2021

KABUL VE ONAY

Sevgi ÜÇLER tarafından hazırlanan “Türkiye’de Sendikasyon Kredileri ile Dış Ticaret Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi” başlıklı bu çalışma 21.4.2021 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucu **başarılı** bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN

(Başkan)

Prof. Dr. Rüstem YANAR

(Üye)

Prof. Dr. Mehmet ŞENTÜRK

(Üye)

Dr. Eda DİNERİ

(Üye)

Dr. Lamiha ÖZTÜRK

(Üye)

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım. / /

Prof. Dr. Mazlum ÇELİK

Enstitü Müdürü

TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Doktora Tezi olarak sunduğum “Türkiye’de Sendikasyon Kredileri ile Dış Ticaret Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi” başlıklı çalışmanın tarafımca, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla doğrularım.

Sevgi ÜÇLER

ÖNSÖZ

Ticari bankalar, yatırım bankaları, finans şirketleri, sigorta şirketleri ve yatırım fonlarının kreditor olarak yatırım yaptığı, kredi riskini bankacılık sektörü ile diğer sektörler arasında paylaştıran ve kredi risklerinin ekonomi içerisinde daha etkin ve etkili dağıtılması ile finansal kuruluşlar için kredi portföylerinde risk çeşitliliği sağlayarak kredi krizlerinden daha az etkilenme olanağı elde edilmesine imkan veren; banka ve/veya banka dışı finansal kuruluşları, kuralları önceden belirlenmiş düzenli bir yapı içerisinde bir araya getirerek tek başlarına yapamayacakları kadar büyük bir kredi satış işlemini gerçekleştirmelerini sağlayan bir kredi türü olarak sendikasyon kredileri, kendine has özellikleri ile hem sendikasyona katılan kreditorlere hem de borçluya önemli avantajlar sağlar. Yüksek hacimleri, esnek nitelikleri, uluslararası piyasalardaki etkinliği ile önemli bir dış kaynak sağlayan sendikasyon kredileri özellikle Türk bankacılık sektörü için tasarruf yetersizliği ve ekonomideki açıklar sebebiyle, dış ticaretin finanse edilmesi için piyasanın ihtiyacı olan kredi taleplerinin karşılanmasında önemli bir yere sahiptir. Bu çalışmada, Türkiye ekonomisi üzerinden bankacılık sektörünce kullanılan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli ilişki teorik ve ampirik olarak incelenmiştir

Tez çalışmamı yürütmem aşamasında akademik bilgi ve tecrübeleri ile değerli zamanını sabırla ve anlayışla bana ayıran, görüş, eleştiri ve katkıları ile sürekli destek olarak yol gösteren ve kendisinden çok şey öğrendiğim değerli hocam Sayın Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN'a; çalışmamı geliştirmemde değerli katkılarından dolayı tez izleme komitesi üyeleri Dr. Eda DİNERİ ve Dr. Lamiha ÖZTÜRK hocalarıma; katkı ve destekleri için savunma jürimde yer alan Prof. Dr. Rüstem YANAR ve Prof. Dr. Mehmet ŞENTÜRK hocalarıma ve son olarak Hasan Kalyoncu Üniversitesi İktisat Bölümü hocalarım Doç. Dr. İbrahim ÇÜTÇÜ, Doç. Dr. Filiz GÖLPEK ve Dr. Zeynep KÖSE'ye yardım ve destekleri için çok teşekkür ediyorum.

Nihayet, hayatımın her anında yanımda olan, bana her daim güvenen ve desteğini esirgemeyen sevgili eşime ve canım kızlarıma sonsuz teşekkür ediyorum.

Gaziantep, 2021

Sevgi ÜÇLER

ÖZET

Türkiye’de sendikasyon kredileri genellikle bankalar tarafından kullanılmakta olup, dış ticaretin finanse edilmesi amacını taşır. Bu bakımdan, Türkiye’nin dış ticareti ile Türk bankalarınca kullanılan sendikasyon kredileri arasında doğrudan bir bağlantı beklenmelidir. Bu kapsamda, Türkiye ekonomisi için 2003 Ocak – 2019 Aralık dönemini içeren aylık veriler kullanılarak, sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişki incelenmiştir. Eşbütünleşme testleri ile elde edilen sonuca göre; sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasında uzun dönemli ilişki bulunmaktadır. DOLS Tahmincisi sonuçlarına göre; sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmaktadır. Hacker ve Hatemi-J nedensellik testi ile elde edilen sonuca göre; dış ticaret dengesinden sendikasyon kredilerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Zamanla değişen nedensellik testi ile dış ticaret dengesi ile sendikasyon kredileri arasındaki nedensellik ilişkisi farklı dönemler itibariyle gösterilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar ile dış ticaret dengesinin sağlanması noktasında bankacılık sektörünün sendikasyon kredileri ile finansman ihtiyacında artış yaşandığı sonucu çıkarılabilir. Bankalar, uluslararası finansal piyasalardan sendikasyon kredileri ile elde ettikleri kaynakları müşterilerine kullanarak dış ticaretin finansmanı ihtiyacındaki artışı karşılayarak, bu yeni fonları ülke ekonomisine kazandırmış olmaktadır.

Anahtar kelimeler: sendikasyon kredileri, dış ticaret, bankacılık sektörü, Hacker ve Hatemi nedensellik testi, Hatemi-J asimetric nedensellik testi, DOLS tahmincisi.

ABSTRACT

Syndicated loans are usually used by banks in Turkey and are intended to finance foreign trade. In this respect, a direct link between Turkey's foreign trade and syndicated loans used by Turkish banks should be expected. In this context, the relationship between syndicated loans and foreign trade was examined using monthly data for the Turkish economy between January 2003 and December 2019. According to the result obtained by the co-ordination tests; there is a long-term relationship between syndicated loans and the balance of foreign trade. According to the DOLS estimator results; there is a positive relationship between syndicated loans and foreign trade balance. According to the result obtained by the Hacker and Hatemi-J causality test; there is a one-way causality relationship from foreign trade balance to syndicated loans. With the changing causality test, the causality relationship between the balance of foreign trade and syndicated loans has been shown in different periods. With the results obtained from this study, it can be concluded that there has been an increase in the need for financing with syndicated loans of the banking sector in order to achieve the balance of foreign trade. Banks have brought these new funds to the country's economy by meeting the increase in the need to finance foreign trade by making their customers use the resources they obtain with syndicated loans from international financial markets.

Keywords: syndicated loans, foreign trade, banking sector, Hacker and Hatemi causality test, Hatemi-J asymmetric causality test, DOLS estimator.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
GRAFİKLER LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ.....	1
1.1. Problem Durumu.....	1
1.2. Araştırmanın Amacı	2
1.3. Araştırmanın Önemi	3
1.4. Araştırmanın Varsayımları	4
1.5. Araştırmanın Yöntemi	4
1.6. Araştırmanın Sınırlılıkları	5

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI.....	7
2.1. Uluslararası Finansal Piyasalar	8
2.1.1. Uluslararası Para Piyasaları	8
2.1.2. Uluslararası Sermaye Piyasaları	11
2.1.3. Uluslararası Türev Piyasalar	15
2.2. Uluslararası Piyasalarda Risk Değerlendirmesi	17
2.2.1. Uluslararası Kredilerde Riskler	18
2.2.2. Uluslararası Kredi İşlemlerinde Süreç	21
2.2.3. Derecelendirme Kavramı ve Uluslararası Derecelendirme Kurumları.....	25
2.2.3.1. Türkiye'nin Kredi Notunun Gelişimi	30
2.2.3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler	32

2.2.4. Kredi Temerrüt Takası.....	35
2.2.4.1. Kredi Temerrüt Takası ile İlgili Kavramlar	35
2.2.4.2. Kredi Temerrüt Takasının İşleyişi	37
2.2.4.3. Kredi Temerrüt Takasının Türleri.....	38
2.2.4.4. Kredi Temerrüt Takası Piyasasının Gelişim Süreci.....	39

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SENDİKASYON KREDİLERİ	43
3.1. Sendikasyon Kredilerinin Tanımı	43
3.2. Sendikasyon Kredilerinin Özellikleri	45
3.2.1. Kredinin Büyüklüğü	45
3.2.2. Kredinin Vadesi	45
3.2.3. Maliyet	46
3.2.4. Katılımcıların Sorumluluğu	50
3.2.5. Dokümantasyon	51
3.2.6. Açıklık	54
3.3. Sendikasyon Kredilerinin Organizasyonu: Roller ve Görevler	55
3.3.1. Lider Yönetici/Düzenleyici.....	56
3.3.2. Yöneticiler ve Yardımcıları	57
3.3.3. Yükleniciler.....	57
3.3.4. Katılımcılar	57
3.3.5. Ajan Banka.....	57
3.4. Sendikasyon Kredi Türleri	58
3.4.1. Vadeli Krediler.....	58
3.4.2. Çevrilebilir Krediler.....	58
3.4.3. Destek Kredisi.....	59
3.4.4. Destek Akreditifi.....	59
3.4.5. Öncelikli Borç/Asma Kat Finansmanı	59
3.4.6. Geri Dönülemez Krediler.....	59
3.4.7. Süresiz Sendikasyonlar	60
3.4.8. Karma İşlemler.....	60
3.4.9. Proje Finansmanı Sendikasyonları.....	60
3.4.10. Uçak ve Gemi Finansmanı Sendikasyonları	61

3.5. Sendikasyon Yapılış Yöntemleri.....	61
3.6. Sendikasyon Kredilerinde Süreç	63
3.6.1. Vekâlet Öncesi Aşama	63
3.6.1.1. Teklif	64
3.6.1.2. Yetki Verilmesi.....	65
3.6.2. Vekâlet Sonrası Aşama	66
3.6.2.1. Bilgi Kitapçığı Hazırlanması.....	66
3.6.2.2. Sunum Yolculukları	67
3.6.2.3. İşlemlerin Gerçekleştirilmesi	67
3.6.2.4. Davetiye Hazırlanması	67
3.6.2.5. Bankaların Seçimi	67
3.6.2.6. Sendikasyon Kitabı.....	68
3.6.2.7. İşlemin Pazarlanması.....	68
3.6.2.8. Davetiyelere Verilen Cevaplar	68
3.6.2.9. Tahsis.....	69
3.6.3. İmza Aşaması ve Sonrası.....	69
3.6.3.1. İmza Seremonisi	69
3.6.3.2. Reklam Tanıtım.....	70
3.6.3.3. Kredinin Kullanılması	70
3.6.3.4. Kredinin Geri Ödenmesinde Aksama Olması	71
3.7. Bir Sendikasyon Kredisi Uygulaması	74
3.7.1. Örnek Uygulama 1	74
3.7.2. Örnek Uygulama 2	77
3.8. Sendikasyon Kredilerinin İkincil Piyasası	81
3.9. Sendikasyon Kredilerinin Avantajları ve Zorlukları.....	84
3.9.1. Sendikasyon Kredilerinin Avantajları.....	84
3.9.1.1. Borçlu İçin Avantajlar	84
3.9.1.2. Katılımcılar İçin Avantajlar.....	86
3.9.2. Sendikasyon Kredilerinin Zorlukları	87
3.9.2.1. Borç Verenler Açısından Zorluklar	87
3.9.2.2. Borç Alanlar Açısından Zorluklar	87
3.10. Sendikasyon Kredilerinin Tarihsel Gelişimi	87
3.10.1. Dünyada Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi	87

3.10.2. Türkiye’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi	100
3.10.2.1. 1980 Öncesi Dönem	100
3.10.2.2. 1980-1989 Dönemi	104
3.10.2.3. 1990-1999 Dönemi	107
3.10.2.4. 2000 Sonrası Dönem	109
3.11. Türk Bankacılık Sektöründe Sendikasyon Kredilerinin Finansman Amacı	124
3.11.1. Banka Türü Ayrımında Sendikasyon Kredileri	125
3.11.1.1. Kalkınma-Yatırım Bankalarınca Kullanılan Sendikasyon Kredileri	126
3.11.1.2. Katılım Bankalarınca Kullanılan İslami Sendikasyon Kredileri	128
3.11.1.3. Yerli Özel/Devlet Bankalarınca Kullanılan Sendikasyon Kredileri	132
3.12. IFC ve Bir Sendikasyon Kredisi Örneği-Brezilya	133
3.13. IFC ve Bir Sendikasyon Kredisi Örneği-Türkiye	136
3.14. Konsorsiyum Kredileri ve İstanbul Havalimanı Örneği	137
3.15. Sendikasyon Kredilerinin Hukuki Boyutu ve Yasal Çerçevesi	137
3.15.1. Sendikasyon Kredilerinin Hukuki Boyutu	137
3.15.2. Sendikasyon Kredilerine İlişkin Yasal Çerçeve	140

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

DIŞ TİCARET VE SENDİKASYON KREDİLERİ	142
4.1. Ticaret ve Sermaye Akımları İlişkisi	142
4.2. Dış Ticaretin Finansmanı ve Sendikasyon Kredileri	145
4.3. Türkiye’de Dış Ticaret ve Sendikasyon Kredisi Kullanımı	148

BEŞİNCİ BÖLÜM

SENDİKASYON KREDİLERİ İLE DIŞ TİCARET ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ	154
5.1. Daha Önce Yapılan Çalışmalar	154
5.2. Ekonometrik Analiz ve Metodoloji	162
5.3. Veri Seti ve Model	162
5.4. Ekonometrik Yöntem ve Metodoloji	165
5.4.1. Birim Kök Testleri	165
5.4.2. Eşbütünleşme Testleri	167
5.4.3. Uzun Dönemli Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini	169
5.4.4. Nedensellik Analizi	170
5.5. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	173

5.6. Ekonometrik Analiz Bulguları	177
5.6.1. Durağanlık Testleri	177
5.6.2. Eşbütünleşme Testleri	178
5.6.3. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini	181
5.6.4. Nedensellik Testleri	182
5.6.5. Zamanla Değişen Nedensellik Testleri	188

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	194
--------------------------------	------------

KAYNAKÇA	201
-----------------------	------------

EKLER	227
--------------------	------------

Ek 1. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2010-2009... ..	227
Ek 2. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2012-2011	228
Ek 3. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2014-2013	229
Ek 4. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2016-2015	230
Ek 5. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2018-2017	231
Ek 6. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2019... ..	232
Ek 7. Örnek Sendikasyon Kredisi Uygulaması	233
Ek 8. Reel Sektör Sendikasyon Kredisi Kullanımına Örnekler	240

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. 27 Ülke Kredi Notları ile 5 Yıllık CDS'ler.....	34
Tablo 2. Türkiye'nin Kredi Notları ile 5 Yıllık CDS'lerinin Gelişimi (2008-2019)	41
Tablo 3. Olayların Tipik Zaman Çizelgesi.....	72
Tablo 4. Sendikasyon Kredi Sözleşmesi Özeti (F.Telecom)	75
Tablo 5. Taahhütlerin Dağılımı.....	78
Tablo 6. Sendikasyon Kredi Sözleşmesi Özeti (C.S. Finance plc)	79
Tablo 7. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi, 2018	95
Tablo 8. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi: Sektörel Dağılımı, 2018.....	96
Tablo 9. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi, 2019	97
Tablo 10. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi: Sektörel Dağılımı, 2019.....	98
Tablo 11. Sendikasyon Kredilerinin Devlet-Özel Sektör Dağılımı (1981-1989).....	105
Tablo 12. Sendikasyon İşlemlerinde Bankaların Payı (1981-1989).....	106
Tablo 13. Türkiye'de 1990 Yılı Sendikasyon Kredileri.....	107
Tablo 14. Kamu Bankaları Sendikasyon Kredileri (1990-1999).....	109
Tablo 15. Sendikasyon Kredileri (2002).....	111
Tablo 16. Sendikasyon Kredileri (2003).....	112
Tablo 17. Sendikasyon Kredileri (2004).....	113
Tablo 18. Türk Bankalarına Sendikasyon Kredisi Tesis Amaçları (2006-2013).....	115
Tablo 19. Sendikasyon Kredileri (2019).....	119
Tablo 20. 2003-2019 Dönemi Türk Bankalarının Kullandığı Sendikasyon Kredileri.....	125
Tablo 21. Sendikasyon Kredileri (2019/12).....	126
Tablo 22. Dış Ticaretin Belirleyicilerine ve Ölçülmesine Yönelik Literatür.....	155
Tablo 23. Değişkenler ve Kaynakları.....	164
Tablo 24. Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	174
Tablo 25. Lee-Strazicich Birim Kök Testi Sonuçları.....	178
Tablo 26. Engle- Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	179
Tablo 27. Hatemi-J Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	179
Tablo 28. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini.....	181
Tablo 29. Hacker ve Hatemi-J Nedensellik Testi Sonuçları.....	183
Tablo 30. Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Testi Sonuçları.....	186

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1. 27 Ülke 5 Yıllık CDS'leri	35
Grafik 2. Türkiye'nin 5 Yıl Vadeli CDS Primi (2008-2020).	40
Grafik 3. Türkiye-5 Yıllık CDS	42
Grafik 4. Eurodolar Piyasasının Gelişimi (1970-1982)	88
Grafik 5. Uluslararası Sendikasyon Piyasasının Gelişimi (1981-2007)	91
Grafik 6. Küresel Sendikasyon Kredi Piyasası (2008-2019)	92
Grafik 7. Küresel Sendikasyon Kredisi İşlem Adetleri (2008-2019)	93
Grafik 8. Borçlanıcının Ülkesine Göre Sendikasyon Kredisi Hacimleri.....	99
Grafik 9. Amerikan Kredi ve Bağışları (1950-1960).....	102
Grafik 10. Türkiye Tarafından Kullanılan Konsorsiyum Kredileri (1962-1972).....	103
Grafik 11. Sendikasyon Kredileri: Bankacılık Sektörü (2000-2019).....	119
Grafik 12. Küresel ve Türkiye Sendikasyon Kredisi Hacimleri (2009-2019).....	120
Grafik 13. Türkiye'nin Dünya Sendikasyon Kredi Piyasasındaki Yeri (2009-2019).....	120
Grafik 14. Bankacılık Sektörünün Yurtdışı Kaynaklardan Kullandığı Krediler ile Dış Ticaret Dengesi.....	121
Grafik 15. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Bilanço Büyüklüğü.....	122
Grafik 16. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Toplam Dış Kaynaklar.....	123
Grafik 17. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Yabancı Para Dış Kaynaklar.....	124
Grafik 18. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri: Yatırım&Kalkınma Bankaları.....	127
Grafik 19. Faizsiz Bankacılığın Toplam Bankacılık Sektöründe Payı (2019).....	129
Grafik 20. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri: Katılım Bankaları.....	131
Grafik 21. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri: Yerli Özel Bankalar.....	132
Grafik 22. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri: Devlet Bankaları.....	133
Grafik 23. Küresel Sendikasyon Kredileri ile İhracat-İthalat.....	147
Grafik 24. Gelişmiş ve Yükselen/Gelişmekte Olan Sendikasyon Kredileri ile İhracat.....	147
Grafik 25. 2003-2019 Dönemi İthalat ve İhracat.....	149
Grafik 26. 2003-2019 Dönemi Dış Ticaret Açığı.....	150
Grafik 27. 2003-2019 Sendikasyon Kredileri.....	151
Grafik 28. 2003-2019 Dönemi Dış Ticaret Dengesi ve Sendikasyon Kredileri.....	152

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. CDS İşlem Süreçleri.....	38
Şekil 2. CDS Sözleşme Çeşitleri	39
Şekil 3. Küresel Sendikasyon Kredisi Sektörel Dağılımı, 2018	95
Şekil 4. Küresel Sendikasyon Kredisi Sektörel Dağılımı, 2019	98
Şekil 5. Bölgeye Göre Sendikasyon Portföyü, 2019.....	134
Şekil 6. Endüstri Grubuna Göre Sendikasyon Portföyü, 2019.....	135
Şekil 7. Dış Ticaret Dengesi Değişimi.....	175
Şekil 8. Sendikasyon Kredileri Değişimi.....	175
Şekil 9. Döviz Kuru Değişimi.....	176
Şekil 10. Dış Ticaret Haddi Değişimi.....	177
Şekil 11. Sendikasyon Kredilerinden Dış Ticaret Dengesine.....	190
Şekil 12. Dış Ticaret Dengesinden Sendikasyon Kredilerine.....	191
Şekil 13. Dış Ticaret Haddinden Dış Ticaret Dengesine.....	192
Şekil 14. Dış Ticaret Dengesinden Dış Ticaret Haddine.....	192
Şekil 15. Döviz Kurundan Dış Ticaret Dengesine.....	193
Şekil 16. Dış Ticaret Dengesinden Döviz Kuruna.....	193

KISALTMALAR LİSTESİ

BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	:	Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BOTAŞ	:	Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.
CDO	:	Collateralized Debt Obligation (Teminatlı Borç Yükümlülükleri)
CDS	:	Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Takası)
CLN	:	Credit Linked Notes (Krediye Bağlı Tahviller)
CSO	:	Credit Spread Option (Kredi Spread Opsiyonları)
EURIBOR	:	Euro Interbank Offered Rate
EBK	:	Et ve Balık Kurumu
EPU	:	European Payment Union (Avrupa Ödemeler Birliği)
OECD	:	Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü)
IBRD	:	International Bank for Reconstruction and Development (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası)
IFC	:	International Finance Corporation (Uluslararası Finans Kurumu)
IFR	:	International Financing Review (Uluslararası Finansman İncelemesi)
KAP	:	Kamuoyu Aydınlatma Platformu
LIBOR	:	London Inter-Bank Offered Rate
IMF	:	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
NATO	:	North Atlantic Treaty Organization (Kuzey Atlantik Anlaşması Örgütü)
PETKİM	:	Petrokimya A.Ş.
S&P	:	Standard & Poors
TÜPRAŞ	:	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.

TBB	:	Türkiye Bankalar Birliği
TCDD	:	Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demir Yoları
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMO	:	Toprak Mahsulleri Ofisi
TRS	:	Total Return Swap (Toplam Getiri Swapları)
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu



BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Problem Durumu

Gelişmiş finansal piyasalar ve finansal piyasalarda araç ve kurum çeşitliliği, ülkelerin gelişmeleri ve büyümelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duyulan önemli unsurlardır. Finansal piyasalarda, yatırımların finanse edileceği fonlar, üç alt piyasadan sağlanır (Oksay, 2000: 55). Bunlardan ilki, sermaye piyasaları olup, bir yıldan daha uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı, devredilebilir nitelikteki tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alış-satışının yapılmakta olduğu piyasalardır. Yatırımlar için fon temin edilen ikinci alt piyasa, para piyasasıdır. Bu piyasada kısa vadeli menkul kıymetler el değiştirir veya ödünçler verilip alınır. Bu piyasanın çok sayıda ve çeşitte enstrümanı bulunmakta olup, en başta hazine bonoları, finansman bonoları ve repo sayılabilir. Finansman için üçüncü alt piyasa ise, bankacılık sisteminin önemli bir rol üstlendiği kredi piyasasıdır. Kredi piyasası, ağırlıklı olarak bankalar aracılığıyla imzalı bir sorumluluk dokümanı mukabilinde fonların temin edildiği piyasalardır (Keyder, 2002: 7). Menkul kıymetlerin mübadele edilmediği kredi piyasasında, vadeler bir yıldan kısa veya uzun olabilir (Göktan, 1997: 125).

Bankaların en temel özelliği, mevduat toplayıp, fon ihtiyacı olan müşterilere kredi sağlamaktır. Ancak, yurt içi piyasalardan toplanan mevduatın yetersiz olduğu bankalar, itibarları ve güçlü sermayeleri ile uluslararası finansal piyasalardan borçlanmaktadırlar. Bir taraftan, yurtdışından çeşitli finansal araçlar kullanarak fon sağlanmaya çalışılırken, diğer taraftan bir finansal kuruluşun tek başına karşılayamayacağı veya karşılamak istemeyeceği büyüklükteki fon gereksinimleri sendikasyon kredileri ile karşılanmaya çalışılır. Sendikasyon kredileri, ekonominin dışa açılmaya başladığı, serbest piyasa ekonomisi ve ihracata dayalı büyüme politikalarının benimsendiği, yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı 1980 sonrası dönemden itibaren artarak kullanılmaya başlanılmıştır. Bu krediler ilk başlarda Hazine Müsteşarlığı, TCMB ve kamu kurumları tarafından yoğun olarak kullanılmış, zamanla özel sektör firmaları ve bankalarca da yoğun olarak kullanılan önemli bir dış finansman kaynağı olmuştur.

Sendikasyon kredileri, genel olarak borçların yeniden finansmanı, şirket satın alımları, genel kurumsal amaçlar, işletme sermayesi temini, gemi ve uçak, elektrik santrali, otoyol-tünel-

köprü yapımı, gayrimenkul projeleri gibi amaçlarla kullanılabilir. Ülkemizde bankalar tarafından alınan sendikasyon kredileri ise, BDDK raporlarına göre, ağırlıklı olarak dış ticaretin finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Bu tez çalışmasında, problem, “sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığının tespit edilmesi” şeklinde ortaya konulmuştur.

1.2. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2019 yılları arasında alınmış olan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli bir ilişki bulunup bulunmadığının tespit edilmesidir.

Bu amaçla, öncelikle uluslararası finansal piyasalar, uluslararası kredilerde riskler, yönetimi ve analizi, sorunlu kredi yönetimi ve çözüm uygulamaları, kredi riskinin ölçümü bağlamında derecelendirme kavramı, uluslararası kredi derecelendirme kurumları ve son olarak da en sık kullanılan kredi türev araçlarından olan kredi temerrüt swapları ele alınarak teorik ve kavramsal bir çerçeve çizilecektir.

Daha sonra ise, sendikasyon kredilerinin tanımı, temel özellikleri ve yapılış metotları, sendikasyon grubunun yapısı, sendikasyon kredi türleri, üç aşamada gerçekleşen sendikasyon kredi süreci ve işleyişi, ikincil piyasaları, hukuki boyutu ve yasal çerçevesi hakkında detaylı bilgi sunulacak, iki örnek sendikasyon kredisi uygulaması verilecektir. Sendikasyon kredilerinde maliyeti belirleyen faiz ve ücretler ile spread’i etkileyen faktörler ele alınacaktır. Sendikasyon kredilerinin ortaya çıkışı, dünyada tarihsel gelişimi ve sektörel dağılımı incelenecektir. Türkiye’de sendikasyon piyasalarının tarihsel gelişim aşamaları, Türkiye’nin dünya sendikasyon piyasasındaki yeri, sendikasyon kredilerinin Türkiye’deki yasal çerçevesi, sendikasyon kredilerinde vergilendirme, Türkiye’de banka türü ayrımında sendikasyon kredisi kullanımı, sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörünün dış kaynakları içerisindeki payı hakkında bilgi verilecektir. Nihayet, sendikasyon kredilerinin avantajları belirtildikten sonra, bu kredilere dünyadan ve Türkiye’den örnekler verilecektir. Böylece, sendikasyon kredileri tüm teorik çerçevesi ile incelenmiş olacaktır.

Sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişkilerin incelenmesinin ardından, belirlenen ekonometrik yöntem kullanılarak, asıl problem konusu olan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişki test ve analiz edilecektir.

Çizilen bu çerçevede, aşağıdaki araştırma soruları açıklanmaya çalışılacaktır:

1. Uluslararası finansal piyasalarda risk değerlendirme süreci ne şekildedir?

2. Küresel finansal piyasalardaki hangi tarihsel gelişmeler sendikasyon kredisi piyasalarındaki hızlı büyümeyi etkilemiştir?
3. Bankalar/firmalar neden sendikasyon kredilerini tercih ederler?
4. Sendikasyon kredisi piyasalarını finanse etmek için sendikasyona dâhil olan kredi katılımcılarının firma seçimleri üzerinde etkisi olan firmaya özgü mikro özellikler var mıdır?
5. Türkiye'nin dünya sendikasyon piyasası içerisindeki yeri nedir?
6. Sendikasyon kredilerinin fiyatlama ve geri ödeme profilini belirleyen unsurlar nelerdir?
7. Sendikasyon kredileri ticari, yatırım ve katılım bankaları durumlarında farklılık gösterir mi?
8. Katılım bankalarınca kullanılan İslami sendikasyon kredilerinin kavramsal farklılıkları nedir? Uygulamada ne gibi farklılıklar görülür?
9. Sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında ilişki var mıdır?

Yabancı literatürde sendikasyon kredilerine geniş bir yer ayrılmakla birlikte, Türkçe literatürde sendikasyon kredileri hakkında yeterli çalışmanın mevcut olmadığı görülmektedir. Bu çalışma ile, sendikasyon kredileri konusunda görülen teorik ve ampirik çalışma açığının doldurmasına mütevazı bir katkı sağlanması hedeflenmektedir.

1.3. Araştırmanın Önemi

Ekonomik kalkınma ve büyüme hedefinde olan Türkiye'nin bu hedeflerini gerçekleştirilebilmesi ve gelişmiş ülke seviyelerine ulaşılabilmesi için gerekli olan finansmanı, tasarruf yetersizliği ve ekonomideki açıklar sebebiyle dış kaynaklardan sağlama zorunluluğu bulunmaktadır. Hacimsel büyüklüğü ve uluslararası piyasalardaki etkinliği ile diğer dış kaynaklar içerisinde sendikasyon kredileri, dış ticaretin finansmanına sağladığı büyük katkı ile bankacılık sektöründe, dolayısıyla da Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Bankacılık sektörünce dış ticaretin finansmanı amaçlı kullanılan sendikasyon kredileri, dış ticaretin finanse edilmesi için piyasanın ihtiyacı olan kredi taleplerinin karşılanmasında yüksek hacimleri ve esnek nitelikleri ile önemli katkı sağlamaktadır.

Bütün bu nedenlerden dolayı, 2003-2019 dönemi itibariyle Türkiye'nin ekonomik büyümesinde vazgeçilmez bir kaynak olan yabancı sermaye girişine katkı sağlayan bir enstrüman olarak ön plana çıkan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişkinin teorik

ve ampirik olarak incelenmesiyle elde edilecek sonuçlar, sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörü toplam dış kaynaklar içerisindeki ve küresel sendikasyon kredi piyasasındaki payının arttırılmasına yönelik uygulanacak politikalar ve bu kredilerden elde edilecek kazançlar açısından önemli imalara sahip olacaktır.

Yapılan literatür taramasında, Türkiye ekonomisi için, dış ticaret ile sendikasyon kredileri arasındaki ilişkiyi Hatemi-J nedensellik testleri ile incelemiş olan farklı bir çalışmaya rastlanmamış olup, bu çalışma ile literatürdeki bu boşluğa katkı yapılması sağlanmış olacaktır.

Türkçe literatürde, Türkiye’de sendikasyon kredisi piyasasıyla ilgili verilerin arttırılması amacıyla ilgili kamu kurumlarınca düzenlemeler yapılması, borçluların sendikasyon kredisi tercih sebepleri, sendikasyona dâhil olan katılımcı grubun yapısını belirleyen faktörler, lider bankaların krediye katılım oranları ile sahip oldukları itibarın kredi fiyatlamlarına etkileri, borçlunun faaliyet gösterdiği sektörün sözleşme şartları üzerindeki belirleyici etkileri gibi konularda ciddi bir veri yetersizliği söz konusu olup, bu çalışma ile literatüre mütevazı bir katkı yapılacağı düşünülmektedir.

1.4. Araştırmanın Varsayımları

Bu çalışmada aşağıda yer alan varsayımların sınaması yapılacaktır.

1. Türkiye’de bankalarca kullanılmakta olan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğu varsayılmaktadır.
2. Dış ticaret dengesinde meydana gelen değişmelerin sendikasyon kredilerine olan talebi etkileyeceği varsayılmaktadır.
3. Dış ticaret dengesinin sağlanması hususunda sendikasyon kredilerinin bir enstrüman olarak kullanılabileceği varsayılmaktadır.
4. Döviz kuru ve dış ticaret haddi değişkenleri ile dış ticaret dengesi arasında uzun dönemli bir ilişki bulunduğu varsayılmaktadır.

1.5. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada öncelikle süreli yayınlar, çalışma notları, yerli ve yabancı kitaplar, tezler, resmi yayınlardan literatür taraması yapılacak ve alanda daha önce yapılmış çalışmalar derlenecektir. Yapılan literatür taraması sonucu derlenen bilgiler ışığında teorik alt yapı tamamlanacaktır. İkinci aşamada; Türkiye ekonomisi üzerinden 2003:01- 2019:12 dönemleri arasında dış ticaret ile sendikasyon kredileri arasındaki ilişkinin tespiti için zaman serisi analizlerinden faydalanılacaktır. Zaman serisi analizi; dış ticareti temsilen dış ticaret dengesi bağımlı değişken, sendikasyon kredileri, döviz kuru ve dış ticaret haddi bağımsız değişkenleri

kullanılarak yapılacaktır. Sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, öncelikle verilerin durağanlığının tespiti için yapısal kırılmaya izin veren Lee-Strazicich birim kök testi uygulanacaktır. Ardından sırasıyla değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiyi test eden Engle-Granger eşbütünleşme testi ile yapısal kırılmaya izin veren Hatemi-J eşbütünleşme testi kullanılacaktır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde uzun dönemde olası etkilerinin şiddet ve yönünün tespiti için eşbütünleşme testlerinin sonuçlarının ardından eşbütünleşme katsayılarının tahmini, DOLS tahmincisi kullanılarak yapılacaktır. Değişkenler arasında nedensellik ilişkisini ve yönünü gösteren Hacker ve Hatemi-J nedensellik testi, Hatemi-J asimetric nedensellik testi ve Bootstrap Kayan Pencere (zamanla değişen nedensellik) nedensellik testi kullanılarak analizler gerçekleştirilmiş olacaktır. Son olarak da elde edilen sonuçlar ile teori bir araya getirilerek sonuç ve değerlendirmeler yapılacaktır.

Araştırma için gerekli olan veriler, Thomson Reuters, BIS (Bank For International Settlements), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Türkiye Bankalar Birliği (TBB), IFR (International Financing Review), Bloomberg, BloombergHT gibi birçok yerli ve yabancı resmi veri tabanlarından derlenecektir. Daha önce yapılmış olan çalışmalar çalışmamız boyunca rehberlik edecektir.

1.6. Araştırmanın Sınırları

1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Türkiye Bankalar Birliği gibi kamu kurumlarınca üretilen ve yayımlanan verilerin içerik bakımından iyileştirilmesini sağlayacak düzenlemelerin olmaması önemli bir sınırlılıktır. BDDK tarafından sadece bankalarca kullanılan sendikasyon kredilerinin aylık ve yıllık bakiye bilgileri temin edilebilmektedir. Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) işlem tutarı, vade ve maliyet bildirimi yapılmaktadır. TBB'nin bankaların genel durumu raporunda sendikasyon kredileri yurtdışı borçlar toplamı içerisinde genel bilgi olarak verilmektedir. Türkiye sendikasyon kredisi piyasasına ilişkin yapılacak akademik çalışmaların sayı ve nitelik olarak artırılabilmesi için TCMB ve BDDK tarafından yayımlanan veriler için gerekli zenginleştirmenin yapılması önem arz etmektedir.

2. BDDK raporlarında 2003 yılı öncesine ait aylık verilerin bulunmaması sebebiyle çalışma dönemi 2003:01 ile 2019:12 olarak belirlenmiştir.

3. BDDK, 2003 sonrasında sadece bankalar tarafından kullanılan sendikasyon kredilerine ait raporlama yapmakta olup, reel sektör tarafından kullanılan sendikasyon

kredilerine ait raporlama yapmamaktadır. Bu nedenle, Türkiye sendikasyon kredileri piyasası hakkında bütüncül değerlendirme yapılamamaktadır.

4. BDDK raporlamalarında sendikasyon kredileri kullanım amacı olarak “dış ticaret finansmanı amaçlı olanlar” ve “dış ticaret finansmanı amaçlı olmayanlar” ayrımı yapılmaktadır. Bu sınıflandırma haricinde sendikasyon kredilerinin farklı kullanım amaçlarına ilişkin raporlama mevcut değildir.

5. BDDK raporlamalarında sendikasyon kredilerinin bankalarca “dış ticaret finansmanı amaçlı” kullanılmakta olduğu belirtilmekle birlikte, bankaların aldıkları sendikasyon kredilerinin ne kadarını dış ticaretin finansmanı amacıyla kullanıldığına dair istatistik bilgileri mevcut değildir.

6. Sendikasyon kredileri üzerinde, Türkçe literatürde yeterli çalışmanın yapılmamış olması en önemli sınırlılıktır.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI

Çalışmanın bu bölümünde uluslararası finansal piyasalar ve araçları hakkında genel bilgilendirme yapılacaktır; uluslararası piyasalarda risk değerlendirme başlığı altında uluslararası piyasalarda riskler ve uluslararası kredi işlemlerinde süreç açıklanacak, derecelendirme kavramı, uluslararası derecelendirme kurumları, uluslararası derecelendirme kurumlarına yöneltilen eleştiriler ve son olarak kredi temerrüt takası (CDS) hakkında teorik bilgiler verilecek, Türkiye'nin kredi derecelendirme notu ve kredi temerrüt takası gelişim süreci hakkında açıklamalar yapılacaktır.

Uluslararası finansal piyasalar, farklı sebeplerle kendi ülkesi dışında bulunan piyasalardan finansal ihtiyaçlarını sağlama amacıyla olan devlet ya da şirketler ile aynı şekilde farklı sebeplerle kaynaklarını değerlendirme amacıyla olan kişi ve kuruluşların meydana getirdikleri piyasalardır.

Gelişmişlik düzeyini artırmak, sanayileşmeyi sağlamak ve bu ikisini de daha ileri seviyelere taşımak amacıyla olan ülkeler, bunu yatırımların artışı ile gerçekleştirir. Bu da ancak ihtiyaç duyulan fonların yeterli düzeyde ve nitelikte olması durumunda ulaşılabilecek bir hedeftir. Ancak, ulusal sınırlar içerisinde finansal piyasalara kanallı edilecek fonların çok sınırlı olması, mevcut fonların daha az maliyetle ve gerçekleşmesi muhtemel olabilecek en yüksek verimlilikle kullanılamaması vb. sorunlar, gelişme ve büyüme ihtiyacında olan ülkeleri, finansal araçların çeşitliliğini sağlamış büyük finansal piyasalara yönlendirmektedir. Finansal piyasalar bu bakımdan, bulundukları ülkelerin sınırlarını aşmış olan ve ülkeler arasında sürekli fon akımı yaratan bir konumdadır. Fon talep edenler (yatırımcılar), fon arz edenler (tasarruf sahipleri), finansal araçlar, finansal aracılar, idari ve hukuki düzenlemeler finansal piyasaların temelini oluşturan beş temel unsurdur.

Finansal piyasalar, işlem gören menkul kıymetlerin vadelerine göre *sermaye piyasaları* ve *para piyasaları* olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Kısa vadeli fon talep ve arzının bir araya getirildiği piyasalar olan para piyasası araçlarını ticari senetler, kaynaklarını ise çeşitli mevduat oluşturur. Bunlar, genel olarak bir yılı aşmayan vadelere sahip olup, temin edilen bu fonlarla işletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçlarının finansmanı sağlanır. Sermaye piyasalarında ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebi karşılanmakta olup, en yaygın araçlarını hisse senetleri ve

tahviller oluşturur. Bunların vadeleri bir yıldan uzundur ve işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi sabit sermaye yatırımlarının finansmanı sağlanır.

Bir diğer sınıflandırmada finansal piyasalar *birincil* ve *ikincil piyasalar* olarak ayrılır. Gerek hisse senetleri gerekse tahvillerin ilk kez piyasaya sunulması, uluslararası sermaye piyasasının birincil piyasa işlemini; daha önce piyasaya sunulmuş menkul kıymetlerin çeşitli amaçlarla el değiştirmesi ise ikincil piyasa işlemini oluşturur. Birincil piyasada arz işlemi, yatırım bankaları veya aracı kurumlar aracılığı ile yapılır ve menkul kıymet fiyatı yine bu kurumlarca belirlenir. İkincil piyasada ise menkul kıymet fiyatı piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenir.

Diğer bir ayrıma göre finansal piyasalar, *ulusal* ve *uluslararası finansal piyasalar* olarak sınıflandırılır. Alım-satım işlemine aracılık eden kuruluşların o ülkedeki yerleşik yatırım bankaları veya aracı kurumlar olduğu ulusal finansal piyasalar, uluslararası piyasalara göre sermaye hareketleri daha sıkı ve kısıtlayıcı mali kurallara bağlı olan, belirli bir ülkenin vatandaşlarına ait tasarrufları, o ülkedeki ihraççıların fon ihtiyacını karşılamak amaçlı piyasaya sundukları finansal enstrümanların alınıp satıldığı piyasalardır. Yurt dışındaki piyasalardan finansman sağlama amacındaki devlet veya şirketler ile tasarruflarını yurt dışındaki kuruluşlara yönlendiren kişi veya kurumların meydana getirdikleri piyasalar ise uluslararası finansal piyasalardır.

2.1 Uluslararası Finansal Piyasalar

Bir ülkede fon arz ve fon talep edenler için fon akımlarını düzenleme ve sağlama görevini üstlenen kurumlar, fon akımını sağlayan araç-gereçler ile bu araç-gereçleri düzenleyen hukuki ve idari kuralların oluşturduğu yapı olan finansal piyasalarda, risk ve vade tercihi en uygun varlık-borç dengesini sağlamak amacıyla fon transferi gerçekleştirirler (Kaya, 2017:1). Uluslararası para ve sermaye piyasaları uluslararası finansal piyasaları oluşturur.

2.1.1. Uluslararası Para Piyasaları

Bir yıla kadar vadeli fonların alınıp satıldığı piyasalar olan para piyasalarının temel kurumları olan ticari bankalar, tasarruf sahiplerinden topladıkları mevduatla fon talebi olan müşterilerinin genel olarak kısa vadeli ihtiyaçlarını ödünç fonlar ile karşılama görevini yerine getirirler.

Fon kaynağını sağlayanlar ile bu fonları talep edenler arasında normal olarak doğrudan bir bağlantı mevcut değildir. Banka kredileri şahsa/firmaya özel olup, devredilebilir bir menkul değere bağlı değildir. Bankalar tarafından açılan sınır ötesi krediler, uluslararası banka kredileri

olup, bu krediler, yurtiçindeki bankaların *ulusal para ile ülkede yerleşik olmayanlara* açtıkları krediler, *yabancı para cinsinden ülkede yerleşik olmayanlara* sağladıkları krediler ve *yabancı para ile ülkede yerleşik* kişilere verdiği kredilerdir (AKÜ, 2016).

Bankaların yabancı para işlemleri yapmaya başlamalarından sonra, uluslararası bankacılık işlemleri hızla gelişmiştir. Yurtiçi piyasalar ve Euro piyasalar, bankacılık işlemlerinde önemli bir yere sahiptir. Bir işletme kısa süreli fona ihtiyaç duyduğunda, dış kaynaklara başvurur ve bu dış kaynakları yurtiçi piyasalar ve/veya Euro piyasalardan temin etmeye çalışır. İşletmeler, yerel piyasalarda ticari banka kredileri ve/veya finansman bonolarına, Euro-para piyasalarında ise Euro-para mevduat ve kredilerine yönelir.

Europara mevduat ve/veya kredileriyle işlem yapılan ve eurobankaların¹ finansal aracılık rolünü üstlendiği piyasalar Europara piyasalarıdır. Bu piyasalar döviz piyasası değildir. Europara, kendi ülkesi dışında bulunan paraları ifade etmektedir (Parasız, 1997:529). Amerikan dolarının ABD dışında bir bankaya yatırılması ile oluşur. ABD dolarının en çok işlem gören para olması sebebiyle bu piyasaya Eurodolar piyasası da denilmektedir (Köylü, 2015: 118). Europara piyasası, geniş bir coğrafi alana sahip olup, fonların en avantajlı yerlere transferini sağlar. Arbitraj, mevduat ve spekülasyon gibi hususlarda uluslararası kredi; ulusal para ve sermaye piyasaları, döviz piyasaları ve bu piyasaların da ötesinde altın piyasası ile yarışabilme gücüne sahiptir (MEB, 2011).

Eurodolar piyasası başlangıcı, Berlin ve Viyana'daki bankalara ABD dolarlarının mevduat olarak yatırıldığı ve kredi olarak verilmek amaçlı ulusal para birimlerine dönüştürülmesi süreçlerinin yaşandığı 1920'li yıllara kadar uzatılabilir (Parasız, 1997:530). 1950'lerin sonlarında Batı Avrupa'da yaşanan ekonomik gelişmeler beraberinde eurodolar piyasasını getirmiş ve 1960 başlarında Amerika'da yaşanan gelişmeler eurodolar piyasasının gelişimine katkı sağlamıştır. Savaş sonrası toparlanma sürecinin tamamlanmasının ivedi bir şekilde gerçekleşmesi, bu ülke paralarına konvertibilite tanınması ve Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)'nin kuruluşu gibi gelişmeler Avrupa'ya önemli miktarda Amerikan yatırımının gelmesini sağlamıştır. “Nerede kullanılmaya hazır bir para varsa orada bu parayı alıp onu borç olarak dağıtacak bir piyasa vardır;” bu nedenle dünyanın dört bir yanına dağılmış dolarların bolluğunun bir dolar piyasası oluşturması kaçınılmaz olmuştur (Apak, 1993:47).

¹ Eurobanka, içinde bulunduğu ülkenin ulusal parası dışındaki paralardan mevduat kabul eden ve kredi açan bankadır.

Amerika’da dış ödeme açıklarının ciddi düzeyde olması sebebiyle Kennedy Yönetimi, 1963 yılında sermayenin New York dışına çıkışını kısıtlamış ve bu kısıtlamanın sağlanması amacı ile yabancı ülke tahvil borçlanmaları üzerine “faiz oranlarını eşitleme vergisi” isimli bir vergi konulmuştur. Buna paralel olarak, Avrupa’da bulunan Amerikan bankaları ihtiyaç duydukları dolar kredilerini faaliyet gösterdikleri Avrupa ülkelerinde bulunan bankalardan sağlamış, bu sebeplerle New York, Eurodolar piyasasının merkezi olamamıştır.

2. Dünya Savaşı sonrasında, ABD bankalarından çekilen dolarların Londra ve Paris’te bulunan bankalara yatırılması ise bir diğer etkidir. SSCB, 2. Dünya Savaşı sonrası Soğuk Savaş sürecinde dış ticaret finansmanı amaçlı tutulan dolar fonlarını (Amerikan hükümetinin bunlara el koyabileceği düşüncesi ile) Amerika’daki bankalara yatırmayı sakıncalı, diğer taraftan Fransa’yı daha güvenilir bulmuş olması sebebi ile Fransa’da temsilcisi olan “Bangu Commerciale pour L’Europe du Nord” adlı bankaya yatırmıştır (Bu bankanın telgraf ve telex adresi EUROBANK olup bu isim daha sonra yurtdışına yatırılan tüm dolar fonları için kullanılmaya başlanılmıştır). İlk doları, eurodolar piyasalarına Sovyetler Birliği’nin getirmiş olduğu kabul edilir (AKÜ, 2016).

Eurodolar piyasasının oluşmasında en büyük katkısı Batı Almanya Merkez Bankası yapmıştır. Bu Banka, elinde bulunan fazla dolarları başka bankalara borç olarak vermiş; bankalar bunları şirketlere, şirketler de dönüştürmek üzere yeniden merkez bankasına getirmişler ve sirkülasyon başlamıştır. Ödeme gücüne düşen ve kalkınmasını finanse etmek isteyen birçok az gelişmiş ülke merkez bankalarının da bu piyasaya girmeleri ile dünyanın dört bir yanından dolar halinde bir kamusal rezerv akını başlamıştır. Ayrıca ulusal bankalar da dolar almak zorunda kaldıkça bu piyasayı beslemişlerdir (Apak, 1993:48).

2. Dünya Savaşı sonrasında doların uluslararası ekonomik ilişkilerde önemli rol oynaması, Avrupa’daki bazı ülkelerin dolar rezervini arttırmaya başlaması, 2. Dünya Savaşı sonrası Amerika’nın ekonomik yardımları ile Avrupa’ya hacimli para girişinin olması, çokuluslu Amerikan şirketlerinin Amerika dışında yatırımlarındaki artış, eurodolar faiz oranlarının daha düşük olması, bu piyasalarda daha az düzenleme olması eurodolar piyasalarının gelişimini arttıran ve hızlandıran diğer etkenlerdir (Yalta, 2011:62).

İlk etapta, bu piyasada işlemler sadece dolarla yapılmıştır, zamanla ulusal sınırların ötesinde gerçekleştirilen işlemler diğer konvertibl paralar cinsinden de yapılmaya başlanmıştır. Eurodolar piyasası denilince sadece Avrupa’da geçerli bir sermaye piyasası değil bir tarafında Kanada, diğer tarafında Japonya bulunan geniş bir ağ düşünülmelidir (Yiğit, 1999:73).

Eurodolar piyasalarının gelişimi tüm ülkelerin para piyasalarını ve ulusal para politikalarını önemli ölçüde etkilemiştir. Eurodolar piyasasının gelişmesi, ülkeler arasında spekülâtif sermaye akımlarının artması sonucunu doğurmuştur. Ulusal para birimlerinin değerinde önemli değişiklikler meydana gelmiş, ülkeler arasındaki farklı faiz oranları ve döviz kurlarındaki sapmalar nedeniyle, arbitraj işlemleri, eurodoların ulusal paralar ya da ulusal paraların eurodolara dönüştürülmesi şeklinde yaygınlık kazanmıştır (Apak, 1993:50).

Uluslararası Döviz Piyasaları, döviz alım satım işlemlerinin yapıldığı ve para birimlerinin diğer para birimlerine çevrildiği piyasalar olup, tüm ülkelerin farklı para birimleri kullanması ve bunlarla dünya ticaretine entegre olmaya çalışmaları bu piyasaların oluşum sebebidir. Londra, New York, Frankfurt, Tokyo gibi finansal merkezlerinde bulunan büyük ticari bankalarca, döviz ticaretinin önemli bir bölümü döviz mevduat hesaplarının değiştirilmesi yoluyla ile gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede, yüksek tutarlı işlemler bankalararası bir sistem olan interbank piyasalarında, daha küçük tutarda işlemler ise perakende piyasalarda yapılmıştır.

Satın alma gücünün bir ulusal paradan diğer bir ulusal paraya transferi, dış ticaret ile iştigal eden kişi veya kuruluşlara finansman desteği sağlanması ve finansal araçlar kullanılarak döviz kuru riskinin azaltılması döviz piyasalarının temel fonksiyonlarıdır. Spot işlemler, vadeli işlemler ve swap işlemleri döviz piyasasında yapılan üç temel işlemidir. Döviz alım-satım anlaşmasının yapıldığı anda gerçekleşen işlemler “spot işlemler;” belirli bir paranın bugünden kararlaştırılan bir fiyattan belirlenecek ileri bir tarihte alım veya satımı için yapılan anlaşmalar “vadeli işlemler” (forward, futures, options); döviz piyasalarında aynı anda, iki farklı tarih için hem alınması hem satılması olayı ise “swap işlemleri”dir. Döviz piyasalarında diğer bir işlem türü olan arbitraj ise, dövizlerin belirli bir zamandaki kurların farklı olduğu piyasalarda alınıp satılması (ucuz olan piyasadan alınıp pahalı piyasada satma) işlemidir.

2.1.2. Uluslararası Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, bir yıldan daha uzun vadeli fon işlemleri ile ilgili olan, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı, devredilebilir nitelikteki menkul değerlerin alınıp satıldığı, para piyasalarına göre fonlara daha kolay, yaygın ve ucuz biçimde ulaşma imkânı bulunan piyasalardır. Uzun vadeli borçlanma olanağını tahviller, öz kaynak sermayesi sağlama olanağını ise hisse senetleri sağlar.

İşletmeler, ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini sermaye piyasalarında halka arz ederek, topladıkları fonları kapasite artışına ya da yeni yatırımlara yönlendirirler. Bu şekilde

reel ulusal üretimin arttırılmasında ve kalkınma hızının yükseltilmesinde sermaye piyasaları çok önemli bir fonksiyonu yerine getirirler.

Borç, ekonomi için kritik bir finansman kaynağıdır. Şirketler, finansal kurumlar, belediyeler veya hükümetlerin büyük bir projeyi finanse etmek veya borçları yeniden finanse etmek için fon bulmak gerektiğinde, tahviller finansman çözümü olarak değerlendirilebilir. Tahvil, en yaygın finansman araçlarından biridir.

Borçlanan ülkenin para birimi dışındaki ulusal para birimleri cinsinden ihraç edilen uluslararası tahviller, uzun vadeli borçlanma araçlarından olup, bir özel şirket veya hükümet kuruluşunca çıkarılarak yurt dışında satışa sunulur. Bu tahvillerin satışa çıkarıldıkları piyasalar da uluslararası tahvil piyasalarıdır. Eurotahvil piyasası ve yabancı tahvil piyasası olmak üzere iki tür tahvil piyasası mevcuttur.

Eurotahvil, ihraç edildikleri paranın ait olduğu ülkeden başka ülkelerde piyasaya sürülen uzun vadeli bir borç enstrümanıdır. Bunların temel özelliği, bir uluslararası kredi sendikasyonu yükümlülüğünde çıkartılmaları ve birçok ülkede aynı anda birden satışa sunulan borç araçları olmalarıdır (Apak, 1993:53).

Eurotahvil piyasalarının oluşmasının sebebi, hükümet sınırlamalarının dışında kalmaları ve vergilendirilmemeleridir. Ulusal ve yasal düzenlemelere tabi değildirler, vergi muafiyeti söz konusudur, teminatsızdırlar, bir veya birden fazla borsaya kote edilebilirler, uluslararası bir sendikasyon aracılığı ile aynı anda birçok ülkede çıkartıldığı para biriminin ait olduğu ülke dışındaki ülkelerde piyasada satışa sunulurlar, itfa veya geri satın alma fonuna ve geri çağırma özelliklerine sahiptirler.

Eurotahviller ülke borsalarına genellikle kote edilmeyen, teminatsız olarak ihraç edilen, hamiline yazılı olan tahvillerdir (Kızılkaya, 2013). Eurotahvillerin vadesi genellikle 7 yıldan uzundur. Uzun vadeli olmalarından dolayı kuponlu olarak sunulmaktadırlar ve genel olarak kuponların faizi sabittir fakat değişken faizli olarak da çıkarılabilirler (Sevim, 2016:208).

Eurotahviller, uluslararası ticaret yapan şirketler, yurtiçindeki büyük şirketler, uluslararası kalkınma bankaları ve devletlerce çıkarılabilmektedir (Sevim, 2016:208). Eurotahvil piyasaları, devlet ya da şirketler için yurtdışından kaynak temin etmeyi kolaylaştırması açısından önemlidir. Bu piyasalar esneklik ve serbestlik getirir, katı düzenlemelere tabi değildir, ulusal kontrollerden kaçınmak amaçlı gizlilik ilkesi uygulanır, bu tahvillerden elde edilen faiz geliri stopaj vergisine tabi değildir. Bu hususlar eurotahvil piyasasında işlem gerçekleştirenlere sağlanan bazı avantajlarıdır (Yalta, 2011:62-63).

Eurotahvil borçlanmaları sendikalı eurobank kredilerine de benzetilebilir. Ancak, eurotahvil borçlanmalarında vade, eurobank kredilerine göre daha uzundur. Eurobank kredileri kısa vadeli iken eurotahvillerin vadesi uzundur. Eurobank kredileri dolaysız banka kredileri durumunda olup genel olarak bir ikincil piyasası yoktur; eurotahviller bir menkul değere, yani tahvillere bağlı olup, ikincil piyasada el değiştirebilen sermaye piyasası araçlarıdır (TSPAKB, 2012).

Eurotahvil piyasalarının işleyişinde aktif rol üstlenen bankalar, eurotahvilin ihracını gerçekleştiren konsorsiyumun yöneticisi olarak ve bu sendika aracılığı ile çıkarılan tahvillere ihraç güvencesi sağlar. Yönetici banka, fon arz edenlerle fon talep edenlerin ihtiyaçlarını karşılayacak ideal koşulları sağlar; satış garantisi sağlayacak ve tahvilleri pazarlayacak bankalar grubunu oluşturur (Parasız, 1991:537).

Yatırımcı, bir eurotahvil satın almak amacı ile öncelikle döviz piyasasında elinde bulunan ulusal fonlarını yabancı paraya çevirir; tahvil vade süresi dolduğu zaman tekrarlanan döviz işlemi ile yabancı para fonlarının ulusal paraya dönüştürülmesi sağlanır. Tahvil ihracını gerçekleştiren firma ya da kamu kuruluşunun da tahvil bedelini ödemesi amaçlı tekrar bir döviz işlemi yapması gerekir. Tüm belirtilen süreçler döviz piyasalarını canlandırıcı neticeler meydana getirir (TSPAKB, 2012).

Yabancı tahviller, eurotahvillerin asıl rakipleridir. Yurtiçi tahviller, ulusal bir yatırım bankası sendikasyonu tarafından sorumluluk hizmeti sunulan, ulusal paraya bağlı olan ve iç piyasada satışa çıkarılan uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Yurtiçi tahviller gibi olmakla birlikte yabancı tahvillerin farkı, tahvili ihraç edenin yabancı bir kuruluş olmasıdır. Yabancı tahviller ve eurotahviller için faizler sabit veya değişken olabilir ve genel olarak LIBOR'a bağlıdır. Tahvilin nominal değerinin altında iskontolu olarak satıldığı durumlar da olabilmektedir. Yabancı tahviller, eurotahvillerden farklı olarak çıkarıldıkları ülkenin mevzuatına uygun olarak piyasaya sürülürler. Yabancı piyasalarda tahvil ihracı, ilgili yabancı ülkedeki banka ve mali kurumların oluşturduğu konsorsiyumun yüklenim hizmeti sağlaması ile gerçekleştirilir (AKU, 2016).

Çıkarıldıkları ülkeye göre yabancı tahviller farklı adlar alabilirler (Sevim, 2016:208). Mesela, İngiltere’de satılanlar için “bulldog,” ABD’de satılanlar “yankee tahvilleri,” Japonya’da satılanlar ise “samurai tahviller” olarak adlandırılır.

Tahvilin değerini belirleyen iki özellik vardır: kredi kalitesi ve vadeye kalan süre. Kredi kalitesi, kredi notuna göre belirlenir. Bu derecelendirmeleri Standard&Poors, Moody’s ve Fitch

gibi derecelendirme kuruluşlarınca yapılır. Bir şirket, banka, belediye veya hükümet gibi bir ihraççının kredi notunun düşük olması, yani kredinin tam olarak geri ödenmeme riskinin yüksek olması, bunu telafi etmek için faiz oranının da daha yüksek olmasına sebep olacaktır. Sufi (2005), derecelendirme kuruluşlarından kredi notu alan borçlular için finansmanın kullanılabilirliğinin ve gerçek sonuçlarının arttığını göstermiştir.

Firmalar, yatırımlarda kullanılmak üzere öz kaynak elde etmek için dağıtılmamış kârlarını kullanmıyor ise, kullanacak temel araç hisse senedi çıkarılmasıdır. Hisse senedi ile finansman, firmaya finansal bir yük getirmeyen, vade sınırlaması olmayan, daimî bir kaynak niteliği taşıyan ve mülkiyet hakkı, yani ortaklık sağlayan finansal bir enstrümandır. Başka ülkelerdeki menkul kıymet borsalarında, şirketler ihraç ettikleri hisse senetleri ile yabancı kaynak temin etme olanağı elde edebilmektedirler. Kârdan alınabilecek pay, hisse senedi yatırımcısının beklenen geliri olup, önceden belli değildir ve işletmenin kârlılığına bağlıdır.

Uluslararası hisse senedi işlemleri, yabancı yatırımcılara yeni hisse senetlerinin satılma veya mevcut hisse senetlerinin yerli ve yabancı borsalara kaydettirilme süreçleri ile mümkün olmaktadır. Şirketlerin hisse senedi satmak suretiyle uluslararası piyasalardan sermaye fonu temin etmelerinin farklı yollarından bazıları şu şekildedir:

i) Yabancı hisse senedi ihracı: Yabancı hisse senetleri, satışa sunulacakları ülke parasıyla, borsaya kayıtlı ya da kayıtsız olarak, yabancı yatırımcılara satılmak üzere çıkarılan hisse senetleridir (Dayı, 2017:38). Yabancı hisse senedi ihracı, yurtiçi piyasalardan sağlanamayacak büyüklükteki fonların sağlanması ve likiditenin arttırılmasını sağlar. Bu yöntem küçük piyasalarda faal olan, ancak o piyasa sınırlarını aşan firmalar için öz kaynak sağlama açısından önemlidir.

ii) Eurohisse senedi ihracı: Firmanın çıkartmış olduğu hisse senetlerinin, mali bir konsorsiyum taahhüdünde ve o konsorsiyum tarafından yurtiçi piyasa dahil aynı anda birçok ülkede satışa sunulmasına dayanan bir yöntemdir. Hisse senedinin önündeki “Euro” eki, eurotahvilde olduğu gibi, hisse senedinin aynı anda dünyanın birçok yerinde ihraç edilip satışa sunulmasıdır. Eurohisse senedi piyasaları, eurotahvil ve europara piyasalarından çok sonra oluşmaya başlamıştır. Ancak bu piyasaların daha önceden oluşmuş olması, eurohisse senedi piyasalarının gelişimini kolaylaştırmıştır (Seyidoğlu, 2016:405-406).

2.1.3. Uluslararası Türev (Vadeli) Piyasalar

Değerleri temel finansal varlıklara dayanan veya o varlıklardan türetilmiş olan finansal varlıklar olup forward, futures, options ve swap türev piyasalarda yapılan işlemlerdir (Bayındır, 2016:12).

Forward sözleşmeleri, tarihte ilk rastlanan vadeli sözleşmeler olup, menkul kıymet, altın, emtia, döviz vb. belli bir varlığın başlangıçta saptanmış olan bir fiyat ve miktar üzerinden gelecekte belirlenmiş olan bir tarihte alış veya satışını öngörür. Forward sözleşmeleri tümüyle tarafların iradeleri çerçevesinde oluşmakta olup, öncesinde saptanmış bir standart mevcut değildir. Sözleşmede, alım-satım konu olan varlık için taraflar arasında fiyat, miktar, özellikler, teslim yeri, ödeme tarihi ve diğer özel şartlar belirlenir. Aktif bir borsada işlem görmezler, dolayısıyla ikinci el piyasaları da bulunmaz. Tarafların sözleşmede üstlendikleri sorumlulukları karşılıklı olarak yerine getirme mecburiyeti söz konusu olup, tarafların cayma hakları mevcut değildir.

Uygulamada çoğunlukla, bankaların forward sözleşmelerine aracılık görevini yerine getirdikleri görülmektedir. Forward sözleşmelerin konusunu oluşturan ürün alıcı ve satıcısı, genel olarak birbirlerini tanırlar. Organize olmuş borsa şeklinde bir piyasanın varlığı aranmaz, yani forward işlemi tarafların istedikleri bir mekânda gerçekleştirilebilir. Borsa kurallarında mevcut olan “teminat/marj sistemi uygulaması” veya alıcı-satıcı haklarını güvence altına alan “takas odası uygulaması” bulunmamaktadır. Bu sözleşmeler için sözleşmeye konu olan varlığın teslim yeri ve zamanı, miktarı, kalitesi gibi hususlarda standardizasyon zorunluluğu veya borsa şeklinde bir piyasa ihtiyacı yoktur. Forward sözleşmelerinde sözleşme değerini güncelleme, günlük hesaplaşma ve piyasa değerine çevirme olmayıp, sözleşmelerdeki kâr veya zarar durumu vade sonunda görülmektedir (MEB, 2011:16).

Futures sözleşmeler, miktar ve kalitesi standart olan bir varlığın önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim alınması ya da teslim edilmesine dair olarak düzenlenen, taraflara özel anlaşmalar içermeyen yasal bir sözleşmedir. En önemli işlevi, sözleşmeye konu mal ve fiyatlardaki düşüş veya artış durumlarına karşılık alıcı veya satıcıyı gözetmeleridir. Her bir sözleşmede bir alıcı ve bir satıcı mevcut olup, alıcı uzun pozisyonda (long position), satıcı kısa pozisyonadadır (short position) (MEB, 2011:51).

Vadeli işlem anlaşmalarında, taraflardan birinin borcunu ödememe (temerrüt) riski bulunmaz. Vadeli işlem piyasalarında kullanılan teminat hesapları ile forward anlaşmalarında mevcut olan temerrüt olasılığı önlenmiştir. Genel olarak yüksek kredibiliteye sahip taraflar

arasında yapılan forward anlaşmalarında borçların ödenmeme ihtimali düşüktür. Buna karşılık, futures anlaşmalarında ödememe ihtimaline karşılık önemli bir yapısal sistem bulunmakta, satıcı ve alıcının hesapları organize piyasalarda borsa yönetimince izlenmekte, vadeli işlemlerin gerçekleşmesi esnasında, teminatlar bir problem oluşmasını engelleyecek biçimde hesaplanmaktadır (Taş, 1996:81).

Üretici, tüketici, mali kuruluşlar, şirketler, ferdi yatırımcılar ve spekülâtörler gelecek sözleşmesinin taraflarındandır. Borsa üyesi aracılar yardımıyla bu işlemleri yürütenler ise hedging yapanlar ve spekülâtörlerdir. Futures piyasalarında temerrüt riski bulunmaması sebebiyle bunlardan bireysel yatırımcılar da faydalanabilmekte, bu duruma bağlı olarak işlem hacimlerini ve beraberinde piyasa likiditesini de artırmaktadır. Bu anlamda, futures piyasaları türev ürünlerin daha geniş bir şekilde yararlanılmasına imkân tanımaktadır (Saltoğlu, 2015: 25-26).

Opsiyonlar, belli miktardaki malı, kıymeti ya da finansal göstergiyi (para, menkul kıymet, finansal araçlar vs.), belirli bir prim tutarı karşılığında, belirli bir vade (veya belirli bir vadeye kadar), belirli bir fiyat ile alma veya satma hakkını, lehtara (opsiyonu satın alan kişiye) veren fakat zorunlu tutmayan, buna karşılık opsiyonun keşidecisini (satıcısını) lehtarın talebi durumunda satış yapmaya mecbur bırakan sözleşmelerdir (Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2010:173).

Opsiyonu satın alan taraf, satıcıya aldığı bu hak karşılığında prim tutarını ödeme mecburiyetindedir. Opsiyon sözleşmesi alıcıya bir imtiyaz sağlar iken satıcıya bir yükümlülük getirir (Başak, 2009:42). Elde edilen bu imtiyazı kullanıp kullanmamak opsiyonun alıcısı olan tarafın talebine bağlıdır, diğer taraftan opsiyon satıcısının seçim hakkı yoktur. Tanınan hakkın kullanılıp kullanılmaması, diğer türev ürünlerden opsiyonları farklı kılan en temel farktır (MEB, 2011:52).

Opsiyon sözleşmeleri, gelecekte oluşacak fiyatlardan alma ya da satma hakkı yatırımcılarına tanımakla birlikte, bu bir zorunluluk değildir. Cayma hakkının bir ekonomik değeri söz konusudur ve opsiyonu alan taraf rücu bedeli olarak opsiyon fiyatı veya opsiyon primi adı verilen bir maliyeti satıcıya ödemek durumundadır (Saltoğlu, 2015: 27-28).

Tezgahestü piyasalarda işlem gören opsiyonlarda standart bir sözleşmeye bağlı olunmamakta, şartlar tarafların ihtiyaçları paralelinde belirlenmektedir. Bir opsiyonda, aslı değer ve zaman değeri olmak üzere iki değer vardır. Aslı değer, sözleşmenin şimdi uygulanması durumundaki değeridir. Zaman değeri, aslı değer üzerinde zamanla opsiyonun alacağı her

değerdir. Ülkelerarası faiz oranı farklılığı, kur değişimleri ve opsiyon arz ve talebi opsiyon değerini belirleyen faktörlerdir.

Swap bir sözleşmeye bağlı olarak, iki tarafın kredi maliyetini düşürebilmek için faizi veya dövizini değiştirmek suretiyle yaptıkları takas işlemidir (Altuğ, 2000:320). Türkçe’de karşılığı “takas” ya da “değiş-tokuş” olarak kabul edilebilir (Aksoy 1998:211). Swap, faiz oranları ve döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların oluşturduğu riskleri azaltmak amacıyla geliştirilmiştir (İşleyen, 2011:179). Alıcı ve satıcının aracısız karşılaşması güç olacağından, swap piyasalarındaki işlemler genel olarak bir aracı kurum tarafından gerçekleştirilir.

1970’li yılların başında Bretton Woods anlaşmasının sona ermesiyle aşırı dalgalanmaya başlayan döviz kurları, swap benzeri sözleşmelerin kullanılmaya başlanması için uygun ortamı hazırlamıştır. Firmalar ve finansal kuruluşlar bilhassa yükümlülüklerini bu dalgalanmalardan korumak için swap işlemlerini sıkça kullanır duruma gelmiştir (Küçükkocaoğlu, 2014).

Yükümlülük değiş-tokuşunun sağlanması, genelde orta vadeli (3-10 yıl) işlemler olması, borçlanma maliyetini azaltması, sermaye maliyetini düşürmesi, döviz kuru ve faiz oranı dalgalanma risklerini minimuma indirmesi, ülke ulusal parasının değer kaybettiği dönemlerde yatırımcıların sağlam dövizlere yönelmesi swap işlemlerinin özelliklerindendir.

Uluslararası işlemler yapan bankalar gerekli görülmesi durumunda, borç faizlerini sabit faizden değişken faize veya prime rate’den LIBOR’a (veya tersi) çevirerek faiz swapı yapmaktadırlar (Kıyılar, 1998:83-104). Farklı piyasalarda farklı kredi değerliliği bulunan farklı kuruluşlar, karşılaştıkları farklı kredi şartları için swap işlemlerinden faydalanarak, bütün tarafların yararına olacak şekilde bu farklılıklardan faydalanırlar (Küçükkocaoğlu, 2014). Bir swap işleminde, fon ihtiyacı olan taraf faiz ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı kendisini korur; aracı taraf ise bu swap işleminden komisyon ya da prim kazancı sağlar (Yılmaz ve Şahin, 2009: 396). Bankalar, sigorta kuruluşları, işletmeler, devletler ve resmi kuruluşlar fon kullanıcıları arasında bulunmaktadır.

2.2. Uluslararası Piyasalarda Risk Değerlendirmesi

Mali piyasalardaki hızlı gelişim ve değişimler, bankacılık sektöründe yapısal ve işlevsel yeniliklerin yapılmasını zorunlu kılmıştır. Ayrıca, ekonomide uygulanmakta olan deregülasyon politikaları, faiz sınırlandırmalarının kaldırılması, kambiyo serbestleşmesi sebepleriyle bankalar faaliyet alanlarını arttırmış ve bankacılık sektöründe rekabet artmıştır. Bu süreçler paralelinde, bankaların üzerlerine aldıkları riskler niteliksel ve niceliksel bakımından daha

önemli duruma gelmiştir. Rekabet artışı, kredi marjlarının daralması, kredi portföy kalitesi, döviz kuru-faiz oranı-hisse senedinin değişken yapısı, şeffaflık, teknolojik ilerlemeler vb. finans sektöründe riski ortaya çıkaran unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1. Uluslararası Kredilerde Riskler

Fon arz edenlerin ve fon talep edenlerin finansal piyasalarda karşı karşıya kaldıkları riskler çeşitlilik göstermektedir.

Yabancı kaynak ihtiyacı artan ülkeler ve firmalar için ortaya çıkan kredi riski, bu riskin tahmin edilmesi ve yönetilmesini önemli hale getirmiştir. Banka müşterisinin sözleşmede belirtilen koşullara riayet etmeyerek, kısmen ya da tamamen sorumluluklarını yerine getirmemesi veya süresinde getirmemesi nedeniyle bankanın karşı karşıya kaldığı durum *kredi riskini* ifade eder. Burada, bir banka kredi müşterisi veya kendisiyle anlaşmaya taraf olan birinin anlaşma koşullarına uygun şekilde sorumluluklarını yerine getirememesi ve alınan borcun geri ödenmesinde temerrüde düşmesi durumu söz konusudur.

Koşulları ne olursa olsun her kredi ödünç veren veya banka için bir kredi riski taşır. Zayıf portföy risk yönetimi, yetersiz kredi standartları, banka müşterisinin kredibilitesinde bozulmaya sebep olabilecek ekonomik gelişmeler ve diğer koşullardaki değişmelerin iyi izlenememesi gibi faktörlere bağlı olarak finansal kuruluşlar birtakım güçlüklerle karşı karşıya kalabilirler.

Bankanın faaliyetlerine bağlı olarak bilanço ve bilanço dışı hesaplarında meydana gelen etkiler, bonolar, vadeli işlemler, ticaret finansmanı, kabuller, opsiyonlar, swap işlemleri, döviz işlemleri, garanti ve kefaletler, interbank işlemleri gibi diğer hususlar da kredi riskine neden olabilmektedir (TBB, 1999-2).

Banka yönetimince, kredi riskinin kontrol altında tutulması ve bu kredi riskinin olabildiğince azaltılabilmesi için, kredi analiz ve değerlendirmesinin çok kapsamlı bir şekilde yerine getirilmesi, kredi yapılandırmasının uygun bir şekilde yapılması ve kredi kullanılması sonrasında da kredinin izlenmesi ve yönetilmesi sürecinin doğru idare edilmesi gerekmektedir.

Likidite, bir bankanın nakit fazlasını, gereksinim durumunda yükümlülüklerini veya diğer müşterilerinin taleplerini uygun maliyetlerle karşılayabilme gücü olarak tanımlanır. *Likidite riski*, bugün ve gelecekte bir bankanın sorumluluklarını yerine getirememekten kaynaklanan, gelir ve sermayesinde ortaya çıkma ihtimali olan kayıplardır. Likidite riskinin iki önemli sebebi vardır. (1) Bankaların bilançosundaki aktif-pasif kalemlerinde ortaya çıkan uyumsuzluklar ya da dengesizlikler (pasif yapısında ortaya çıkan olumsuz değişimler- ani

mevduat çekişleri, tahmin edilemeyen pasif azalışları, aktif kalemlerde yaşanan ani değışimler – aktif kalitesinin bozulması, geri dönmeyen kredilerin artması); (2) Piyasalarda yaşanan değışimleri ve gelişimleri bankanın öngörememesi ve izleyememesi.

Bankaların günlük olarak ihtiyaç duydukları nakit miktarı öngörülebilir olmak ve bu miktarı ellerinde tutmakla birlikte, anlık ve ani yüksek para çekilişleri söz konusu olduğunda yapabilecekleri şey ellerinde bulunan varlıkları likit varlıklara çevirmek ya da borç temin etmektir. Bankaların ellerinde likit varlık tutmalarının bir maliyeti söz konusu olup, bu maliyet, likit varlıklardan elde edilecek faiz kazancından yoksun kalınmasıdır. Sektördeki tüm bankaların bu tip taleplerle karşı karşıya olması durumunda ise ellerinde yeterince likit kalmayan bankalar borç bulma zorunluluğu yaşayacak, tüm bankalar borç aramak durumunda kaldığından borç temini zor hale gelecek ve bankalar öncelikle ellerinde bulunan menkul kıymet şeklindeki varlıkları satmak zorunda kalabilecektir. Bu durum ise bankaların mevzubahis varlıkları çok ucuza satmalarına sebep olacak, devamında zarar edilmesi ya da ihtiyaç duyulan nakdin bulunamaması neticesinde iflasların yaşanması söz konusu olabilecektir (Ertürk; 2010, 68-69). Bir banka, likiditesini sağlayabilmek için en önemli kaynak olarak aktiflerini kullanır. Yurtdışından temin edilen menkul kıymetleştirme ve sendikasyon kredileri ile toptan ve perakende fonlar da likidite için diğer fon kaynaklarıdır.

Faaliyet riski, kurum içi aksak kontroller ve şirket yönetimindeki hatalar sebepli oluşan risk olup, bankaların faaliyetlerini etkin bir biçimde yerine getirmemesi neticesinde ortaya çıkar.

Teknoloji riski, suiistimal riski, yasal risk, ahlaki risk, itibar riski vb. riskler operasyonel riskler arasında belirtilmekte olup, *operasyonel risk*, yetersiz ve başarısız içsel süreçlerden, personel, sistem ya da dışsal olaylardan kaynaklanan, doğrudan ya da dolaylı zarar riski olarak tanımlanır. Bankacılıkta kurumun bütün sistemiyle ve iç bünyesi ile yaptığı faaliyetler operasyonel riski oluşturur (Sayım ve Er, 2009:7).

Faiz riski, bir bankanın pasif hesapta bulunan mevduat ve mevduat dışı kaynaklarının vade yapısı ile aktif hesapta bulunan kredi ve menkul kıymetlerinin vade yapısının farklılaşması sebebiyle maruz kaldığı faiz oranı riskini anlatır (Ertürk; 2010,63). Faiz oranlarındaki değışimlerden ötürü karşılaşılan bu risk, herhangi bir yatırımdan beklenen getiri üzerinde olumlu/olumsuz etkiler meydana getirir ya da şirketlerin borçlanma maliyetleri üzerinde etkili olur.

Döviz kuru riski, döviz kuru değişimleri sebebiyle bankalara ait yabancı para varlıkları ya da yükümlülükleri değerinde meydana gelen değişme sonucu oluşabilecek zararları ifade eder (Ertürk, 2010-67). Döviz kurlarında ve paritede beklentinin üzerinde ya da altında meydana gelen bir gelişme bankanın kârlılığını olumsuz etkileyecektir. Doğrudan uluslararası piyasalarda aktif olan bankaları etkilese de sistemdeki tüm bankalar da dolaylı olarak portföylerindeki şirketlerin olumsuz etkilenmesi ile kur riskinden etkilenirler. Bankalar, döviz kuru riskine karşı korunmak için türev araçlardan (future, forward, opsiyon ve swap) faydalanabilmektedirler.

Ülke riski, genellikle uluslararası kredi işlemlerinde, yani borçlanan ve kredi verenin iki farklı ülkede bulunması durumunda kredi temin eden kişi veya kuruluşun faaliyetlerini yapmakta olduğu ülkede meydana gelen politik, sosyal ve ekonomik gelişmeler sebebiyle yükümlülüklerini tamamen veya kısmen yerine getirememesi durumudur (Aloğlu, 2005:40). Söz konusu ülke yöneticileri tarafından alınan kararlar sonucunda, para biriminin konvertibilitesini kaybetmesi, ülkeden fon transferinin engellenmesi, vergi uygulamalarına bağlı kredi maliyetlerinin artması, millileştirme uygulaması, ülkedeki siyasal problemler, ekonominin kırılgan bir yapıda olması vb. hususlar ülke riskini oluşturan durumlardan bazılarıdır. Kreditörlerin hem kendi ülkeleri hem de borçlanıcının ülkesi ile ilgili detaylı bilgiye sahip olması ile ekonomik ve siyasal konjonktürü dikkate almaları ülke riskinin minimize edilmesi için etkili olan unsurlardır.

Bankaların ülke risklerine karşı pek fazla yapacak bir şeyleri bulunmamakta olup, bu gibi durumlar söz konusu olduğunda, borç vadesinde değişim yapılması veya faiz oranları üzerinde iyileştirici kararlar alınması, söz konusu ülke ile anlaşma yoluna gidilmesi veya ulusal ve/veya uluslararası mahkemelere başvurulması gibi girişimlerde bulunulabilir (Ertürk, 2010-68). Bankalar, borçlarını ödemeyen alıcılara tekrar kredi açmazlar. Bir alıcı, borcunu ödemeyi reddeder ise tekrar özel mali piyasalara girme olanağını kaybeder. Borcun kabul edilmemesi, uluslararası kredilerde fazla yaygın bir durum değildir. Borcun reddedilmesinden ziyade daha fazla görülen durum, borç anapara ve faiz ödemelerinde geciktirme yapılması ya da borcun daha uzun bir zamana yayılarak ödenmesi durumudur. Alıcının bir bankaya olan borç yükümlülüğünü yerine getirememesi, diğer banka ve mali kurumlar nazarında da bir örnek teşkil eder. Sonuç olarak, o ülke kredi itibarını kaybeder.

Uluslararası bankalar, yurtdışı kredi kararını ilgili ülkenin kredi değerliliğini belirledikten sonra verirler. Bunun için çeşitli kuruluşlar tarafından hazırlanan ülke raporlarından, değerlendirmelerde genel olarak faydalanılmaktadır. Bireysel müşteri riskini

olabildiği ölçüde güvenceye almak, ülkelerin yapısal risk durumlarını belirlemek, ülkelerin hacimsel iş kapasitesini değerlendirmek, sektörel risk dağılımı ve bütün ülkelere göre genel risk durumunu belirlemek gibi hususlar bu değerlendirmelerin amacını oluşturur. Ülke riskinin tespit edilmesinde faydalanılan genel ve standart ülke raporlarında kullanılmakta olan veriler ülkeler arasında farklılık göstermekle birlikte, klasik ülke raporunda yararlanılan istatistiksel veriler standartlaştırılmış olup bu verilerin analiziyle sistematik bir derecelendirme yapılmaktadır.

Piyasa riski, finansal piyasalardaki dalgalanmalar sebepli, bankanın bilanço içi ve bilanço dışı hesaplarda tutulan pozisyonlarda oluşabilen kur, faiz ve hisse senedi fiyat değişimlerine bağlı olarak faiz oranı riski, hisse senedi pozisyon riski ve döviz kuru riskine bağlı zarar etme olasılığı olarak hesaplanır (Aloğlu, 2005:39). Bu, kredinin pazarlanmasında başarısız olunmasını ifade etmektedir. Borçlunun finansal durumunda görülebilir bir olumsuzluk durumu, piyasa faizlerinin beklenmedik hareketleri gibi sebeplerle piyasa riski oluşabilmektedir.

Politik ve sosyal risk, genel olarak ödeme kabiliyetinden bağımsız olarak bir ülkenin borcunu ödemek istememesinden kaynaklanmaktadır. Mesela, iç savaş sonucu yönetime gelen bir hükümet önceki yönetim döneminde yapılmış olan borçlanmalara ait şartları veya anapara taksitlerini tanımayabilmektedir. Bu şekilde bir durumun sebebi ülke içindeki istikrarsızlık veya ülkeler arasındaki ilişkilerin bozulmaya uğraması da olabilmektedir. Politik ve sosyal risklerin değerlendirilmesi aşamasında, iç ve dış politik ilişkilerde kararsızlığa sebep olabilecek tüm faktörlerin bankalar tarafından dikkate alınması gerekmektedir. Yüksek politik riski olan ülkelerdeki borçlular tarafından kullanılan sendikasyon kredilerinin maliyeti, daha düşük politik risk taşıyan ülkelerdeki borçlulara göre daha yüksektir (Hainz ve Kleimeier, 2004:35).

Ekonomik risk, borçlunun gelecek dönemde ödeme ve transfer kabiliyetinin belirsizleşmesi veya genel olarak döviz yetersizliği şeklinde meydana gelmektedir. Büyüme, yatırım, enflasyon, para arzı, tasarruf düzeyi, gayrisafi milli hâsıla, işsizlik, kamu borçları gibi göstergeler iç ekonomik unsurlar iken; ithalat ve ihracat rakamları, döviz rezervleri, dış borç oranları gibi göstergeler de dış ekonomik unsurlar olarak değerlendirilmektedir.

2.2.2. Uluslararası Kredi İşlemlerinde Süreç

Uluslararası kredilerde işlemler belli bir süreç içinde yürütülmektedir. Kredi süreci, kredinin talep edilmesi, kredi analizinin yapılması, kredi yapılandırmasının yapılması ve kredi yönetimi aşamalarını içeren bir sıra ile takip edilen bir süreçtir.

Önce kredi talebinde bulunmak için ön görüşme yapılır. Bu aşama “talep edilen kredinin amaç, vade, tutar bilgilerinin bankaya iletilmesi”nden oluşur. Kredi talebinin incelenmesi, kredi değerliliğinin saptanması amacıyla yapılan bir ön çalışma olup, inceleme sonucuna göre kredi analizi sürecine geçilir.

Kredi analizi, kredi talebi mevcut olan kişi ya da kuruluşun kredi değerliliğinin belirlenmesi hususunda bir karara varabilmek amacı ile lüzumlu görülen çeşitli bilgi ve etkenlerin değerlendirilmesi, bu değerlendirme neticesinde müşterinin hangi tutarlar ve şartlarla kredilendirilmesi gerektiği ve banka tarafından ne kadar risk alınabileceği hususunun saptanması süreçlerini içerir. Kredi analizi, sadece kredi kullandırılması öncesi yapılacak bir çalışma olarak değerlendirilmez; kredinin kullandırılmasından kredinin kapanmasına kadar yapılacak kredi izlemeyi, gereklilik durumunda kriz yönetimi ve müşterilerin ödeme güçlülüğü içine düşmesi sebepli problemli ve tahsili gecikmiş kredilerin analizini de içerir. Kredi analiz sürecinde; kredi talebi olan firma için mali tabloların incelenmesi, geçmiş ve güncel durum değerlendirmesi yapılması ve gelecekteki performansı etkileyebilecek tüm etkenlerin değerlendirilmesi yapılır. Analizde amaçlanan, borçlunun kredi sözleşmesine uygun bir şekilde sorumluluklarına riayet etme yeterliliğinin olup olmadığının saptanması, firmanın finansal ihtiyaçlarının doğru bir şekilde tespit edilmesi ve firmanın finansal ihtiyaçlarına uygun düşecek tutar, vade ve koşullar ile kredi verilmesi hususlarının sağlanmasıdır.

Kredi sürecinin diğer bir aşaması olan *istihbaratta*, çeşitli kaynaklar aracılığıyla gerçek ve tüzel kişiler hakkında ticari, mali ve moralite açısından bilgi temin edilmesi için araştırma yapılarak derlenen bilgiler ile gerekli değerlendirmeler yapılır. İstihbaratın amacı, firmaların genel durumları hakkında bilgi sahibi olunması, işletmenin ödeme gücünün tespit edilerek kredi riskinin kontrol altına alınması, firma ortaklarının kredibilitesi hususunda bilgi sahibi olunmasıdır.

Kredinin yapılandırılması, bankanın ve firmanın karşılıklı çıkarları ve hedefleri paralelinde uygun olacak kredi tutar, tür, vade, teminat, fiyat ve diğer özel şartların tespit edilmesi aşamalarını içermektedir. Müşterilere sağlanan krediler çeşitlilik gösterir. Yapılandırılmanın başarılı olabilmesini sağlayacak temel kriter, müşterinin finansman ihtiyaçlarıyla uyumlu kredi imkanlarının sağlanması ve ihtiyaçların karşılanması olanağının verilmesidir. Sağlanan kredinin uygun olan bir şekilde yapılandırılmamış olması, kredi değerliliği yüksek olan bir müşteri için dahi kredinin geri ödenmesinde problemler meydana getirebilir.

Borçlunun krediyi kullanma amacı ve kredinin nasıl kapanacağı hususları saptanarak kredi vadesi belirlenmelidir. Kredi analizinde firmanın nakit akım tabloları oluşturularak krediye ne zaman ihtiyacı olacağı ve krediyi ne zaman kapatabileceği, dolayısıyla kredinin vadeleri belirlenir. İhtiyacından kısa vadeli yapılandırılan bir kredi, firmanın kredi geri ödemesinde nakit sıkışıklığı yaratacağı gibi, ihtiyacından uzun olan bir kredi yapılandırmasında ise krediyi kapatmak için gerekli nakdin, dolayısıyla kredinin kontrolü zorlaşır.

Bir firmaya kredi kullanılırken hangi şartlar sağlanmış olursa olsun, bankanın mutlak suretle üstlendiği bir kredi riski söz konusudur. Bu açıdan, kredi riskinin yönetilmesi ve en aza indirilmesinde teminat konusu gündeme gelir. Kredinin teminatları belirlenirken, hedef, üstlenilen kredi riskinin azaltılması olmakla birlikte, firmanın faaliyetlerini sürdürmesinin engellenmemesi de sağlanmalıdır.

Risk yönetimi süreci, yönetim kurulunun onayladığı esaslar çerçevesinde banka üst yönetimi ile risk yönetimi grubu tarafından birlikte belirlenen; risk tanımlaması, risk ölçümü, risk politika ve uygulama ilkelerinin oluşturulması-uygulanması, risk analizi, izleme, raporlama, denetim aşamalarını içeren süreçlerdir.

Kredi geri ödemesinde zorlukların ortaya çıkması ve devamında kredi riskinin artması durumunda ortaya çıkacak sorunlar için kredi yöneticileri, sorunlu hale dönüşen krediler için çözüm yolları bulmaya çalışırlar. Bu çözüm yolları, kredinin ek teminatlarla sağlamlaştırılması veya firmaya verilen finansal danışmanlık ile mali açıdan içine düşülen zorluktan çıkabilmesinin sağlanması şeklinde olabilir.

Problemin saptanmasında geç kalınması veya erken teşhis edilmiş olsa bile sorunların çözümlenememesi sonucunda kredi sorunlu kredi haline dönüşür. Bu aşamadan sonra kredinin banka stratejilerine paralel en uygun şekilde kapanması için geçen süreç sorunlu kredi sürecidir.

Banka ve borçlu geri ödeme anlaşmasının önemli şekilde bozulması, tahsilatta gecikme yaşanması ve zarar ihtimalinin ortaya çıkması durumlarında oluşan *sorunlu kredi süreci*, kredi süreci kapsamında yer alan ve problemin teşhisinden sonra kredinin geri kapanmasına kadar geçen süredir. Hem nakit krediler için hem de gayri nakdi krediler için bu durum geçerlidir. Bankalar sorunlu kredilerin oluşmaması için önceden bazı tedbirler alır.

Sorunlu kredilerin bankalara likidite problemi, kredinin kontrolünün zorlaşması, bankanın aktif-pasif yönetimini olumsuz etkilemesi, fırsat maliyeti, zaman maliyeti, idari giderlerin artışı, bankanın kredibilitesinin düşmesi, banka çalışanlarının olumsuz yönde

etkilenmesi, yurtdışı borçlanma kapasitelerinin etkilenmesi, kredi kontrolünün zorluğu gibi olumsuz etkileri söz konusudur.

Tek bir faktör veya olayı sorunlu bir kredi nedeni olarak görmek mümkün olmayıp, ortaya çıkan sorunlu kredilerin çevreden kaynaklanan, müşteriden kaynaklanan ve bankadan kaynaklanan nedenleri vardır.

- **Çevreden Kaynaklanan Nedenler:** Teknolojik gelişmeler, ekonomik gelişmeler ve politik faktörler olarak karşımıza çıkar.
- **Müşteriden Kaynaklanan Nedenler:** Kötü finansal planlama, kısa vadeli kredi ile sabit sermaye yatırımlarını finanse etme isteği, enflasyonun etkisini dikkate almama, yüksek kısa dönem faizlerinin kâr marjını eritmesi, alacakların ve stokların zayıf olması, bilinçli olarak firma yönetiminin yatırımcı ve kreditorleri yanlış bilgilendirmesi, yönetimin zayıf olması, üretilen mal ve pazarlama koşulları, firmanın girişimcilik ruhunun güçlü bir yönetim ile desteklenememesi gibi hususlar belirtilebilir.
- **Bankadan Kaynaklanan Nedenler:** Kredi kullanma amacının belirlenmemiş olması, kredide uzun ödemesiz dönemlerin bulunması, geri ödeme kaynağının belirlenmemiş olması, firmanın geçmiş performansının değerlendirilmemesi, maddi teminatların mevcut olmaması, yapılan kredi analizinin yetersiz kalması, firma yönetiminin yanlış analizi, holding bünyesini anlamadan kredilendirme, firma büyüklüğünü firmanın kredibilitesi ile özdeşleştirme, likit olmayan veya yüksek değerlendirilmiş teminata güvenerek kredilendirme, ekonomik koşullardaki gelişmeleri ve değişimleri göz ardı etme, eksik dokümantasyon ile kredilendirme, kârlılık hedefleri nedeniyle kredi ve pazarlama kavramlarının çakışması, sigortanın riskleri kapsamada yetersiz kalışı, garantörün finansal analizinin yapılmaması gibi nedenler sıralanabilir.

Sorunlu kredinin kapanması için idari takip sürecinin çözüm sağlayamadığı durumlarda başvurulacak çözüm, yasal yollar, yani hukuki süreçlerdir. *Hukuki aşama*, kredi sürecinde kredinin kapanmasından önceki son aşama olup, alacağın tahsil edilemeyen kısmı kredi faiziyle birlikte kanuni takibe alınır.

Krediyi kullanan müşterinin talebi veya bankanın gerekli görmesi durumunda kredilerin sona ermesi süreci gerçekleşir. Kredi müşterileri, bankaya olan borçlarını ve risklerini tasfiye etmeleri koşuluyla talep ettikleri anda hesaplarını ve kredilerini kapatabilirler. Bankaların talebi

ile kredi müşterilerine imzalatılan kredi sözleşmelerine istinaden kredilerin her an sonlandırılması da mümkündür.

Yurt dışı kredi işlemlerinin içerdiği riskleri sınırlamak için kredilerin sigorta ettirilmesi yoluna başvurulur. Kredi sigortası, yurt dışı alıcının ödeme yeteneğini yitirmesi, ödeme isteğinin olmaması ya da politik birtakım sınırlama, yasaklama ve engellerin ortaya çıkması durumunda kredi veren bankayı güvenceye almak amacıyla oluşturulan bir güvence planıdır. Bankalar verdikleri kredilere karşılık yaptıkları sigorta ile kendi üzerinde taşıdığı kredinin dönmeme riskini sigorta şirketine devrederler. Bankalar verdikleri bireysel ve kurumsal kredilere karşılık müşterilerine sigortayı zorunlu tutmaktadırlar. Verilen kredilerin türlerine ve kullanım şekillerine göre yapılan sigortanın türünün değişebileceği de vurgulanmalıdır.

Yurt dışında yapılmış bulunan yatırımlarla ilgili Türkiye'ye yapılacak transferlerden doğabilecek politik riskler bu sigortanın konusunu oluşturmaktadır. Burada karşılaşılabilecek riskler; yabancı ülkelerdeki kamulaştırma, el koyma, savaş, isyan, ihtilal ve transfer kısıtlamalarıdır. Bu sigorta ile yurt dışında yatırım yapan yatırımcılar, politik risklerden doğacak zararlara karşı sigorta poliçesinin süresi içinde teminat altına alınmaktadır.

2.2.3. Derecelendirme Kavramı ve Uluslararası Kredi Derecelendirme Kurumları

Büyüme ve kalkınma amacıyla olan bir ekonomi küreselleşen dünyada yeni yatırım projeleri çekmek, mal ve hizmetleri hem iç pazarda hem de dış pazarlarda sunmak zorundadır. Bu doğrultuda, hemen hemen tek pazara dönüşen dünyanın iktisadî aktörlerinin kararlarını şekillendirmek için belirli fikirlere gereksinimleri vardır.

Derecelendirme, derecelendirme kuruluşları tarafından uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, tarafsız, adil ve bağımsız bir şekilde devlet, şirket gibi ihraç edicilerin ihraç ettikleri tahvil, finansman bonusu gibi borç niteliğindeki menkul kıymetlerin ve açılacak kredilerin anapara ve faizini zamanında geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek için değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, menkul kıymetler, ticari şirketler, finansal kurumlar, bankalar ve ülkeler ile ilgili değerlendirmeler yaparak kamu ile paylaşırlar. Yatırımcılara aldıkları riskler hakkında bilgi vermektedir. Derecelendirme faaliyetini yerine getiren kurumların asıl amacı, ulusal ya da uluslararası sermaye piyasalarına, şirketlerin kredi kalitelerine ilişkin tutarlı ve kıyaslanabilir değerlendirmeler sunmaktır. Derecelendirme şirketlerinin verdiği kredi notları ile yatırımcılar çeşitli borçlanma araçları arasında kıyaslama yaparak, almış oldukları riskin ölçümünü yapmaktadırlar.

Kredi derecelendirme faaliyeti, ulusal veya uluslararası boyutta olabilir. Ulusal ya da uluslararası boyutta da olsa birtakım parametreler kredi derecelendirme esaslarına tesir edebilmektedir. Ülke içerisindeki ekonomik koşullar, rekabet ortamı, siyasi istikrar, ülkede meydana gelen sosyal olaylar vb. kredi derecelendirme esasları olarak pek çok duruma göre farklılık gösterebilmektedir.

Derecelendirme kuruluşları, bir şirket ya da ülkenin finansal sorumluluklarını zamanlı ve tam bir şekilde yerine getirme gücünü ölçerek görüşlerini bildirmekle birlikte, uygulanan prosedürler derecelendirme yapılırken kurumlar arasında farklılık göstermektedir. Derecelendirme vadeye göre, uzun veya kısa olabilir. Ülke değerlendirmesinin yapılması aşamasında, derecelendirme kurumlarının farklı risk parametreleri mevcuttur. Genel olarak ekonomik ve politik risk ön planda bulundurulmaktadır. Derecelendirme genel olarak kolay anlaşılır sembollerle belirtilir.

Kredi marjları firma özellikleri içermekle birlikte, derecelendirme farkı firma seviyesindeki değişikliklerden muaftır. Sendikasyon kredileri için derecelendirme alan çoğu firma da firma düzeyinde derecelendirilir. Firma notu, genel olarak şirketin teminatsız borçlarının ve borç benzeri yükümlülüklerinin notudur ve belirli bir borç sözleşmesiyle bağlantılı değildir. Buna karşılık, derecelendirme kuruluşları kredileri mevcut firma derecelendirmelerine göre derecelendirirler (Ding, 2016,7).

Kredi notu, bir borçlunun genel olarak veya belirli bir borç veya mali yükümlülük ile ilgili kredibilitesinin değerlendirilmesidir. Kredi notu, borç almak isteyen herhangi bir kuruluşa tahsis edilebilir. Şirketler ve hükümetler için kredi değerlendirmesi genel olarak Standart&Poors, Moody's, Fitch gibi kredi derecelendirme kuruluşlarınca yapılmaktadır.

Moody's, ABD'de 1900 yılında kurulmuş olup, uluslararası finans piyasalarında bulunan en büyük derecelendirme kuruluşlarından biridir. Kredi notları, araştırmalar ve risk analizlerinin en önemli sağlayıcı kuruluşlarındanıdır. Uluslararası faaliyet gösteren firmalar için hem kredi değerliliklerinin tespit edilmesi hem de firma değerinin belirlenmesi konusunda *Moody's*, dünya çapında etkinliği sebebiyle tercih edilen bir derecelendirme kuruluşu olarak; yüksek derece notlarını Aaa ve Aa, orta derece notlarını A ve Baa, spekülative derece notlarını Ba ve B, borçların ödeme riskinin çok yüksek olduğu derece notlarını Caa, Ca ve C ile ifade etmektedir.

Moody's Investor Inc. Şirketi tarafından ülkeler için yapılan analizlere göre belirlenen kredi notları aşağıda verilmiştir (Yenmez, 2005:36):

Aaa: Birinci sınıf ve güvenilirliği en yüksek ülke grubunu gösterir. En az risk düzeyinde yatırım yapılabilirlik söz konusudur. Ekonomik yapıda bir değişiklik olsa da bu nota sahip ülkelerin etkilenmeyeceği, anapara ve faiz ödemeleri için herhangi bir sıkıntı yaşanmayacağı kabul edilir.

Aa: Sağlam bir anapara ve faiz ödeme kapasitesine sahip, Aaa derece grubu ülkelere göre daha düşük derecelendirilen, güvenilir kabul edilen ülke grubunu gösterir.

A: Yatırım yapılabilmesi bakımından güvenilir, orta düzeyin üzerinde derecedeki ülkeleri ifade eder. Geri ödemelerinde yeterli seviyede güvenilir olmakla birlikte ekonomik iniş ve çıkışlarla güvenilirliğin zayıfladığı durumların da dikkate alınması gerekmektedir. Dolayısıyla ekonomik değişikliklere karşı ihtiyatlı olunması gereken ülke grubunu ifade eder.

Baa: Orta derecede güvenilir kabul edilir. Anapara ve faiz ödemeleri için güvenilirlik düzeyi ne çok zayıf ne de çok güçlüdür. Ödemeleri yeterli bir kapasite gücüne sahip, piyasa koşulları paralelinde ödemelerde gecikme riski oluşabilecek, uzun dönemde güvenilirlik düzeyi azalması veya ortadan kalkma olasılığı bulunan yatırımcılar için spekülasyon karakterli ülkeleri ifade eder.

Ba: Gelecek durumları hakkında öncesinde bir tahmin yapılamayan, spekülasyon unsurlarına sahip, anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlik düzeyi orta seviyede olan gelecek durumu tamamen belirsiz olan ülkeleri ifade eder.

B: Uygun yatırım olasılığı genel olarak az, zayıf borç ödeme kapasitesine sahip, uzun dönem için anapara ve faiz ödemeleri veya diğer şartların yerine getirilmesinde imkânları çok düşük ve risk düzeyi gelecekte çok fazla olan, mevcut durumda çok riskli ülkeleri ifade eder.

Caa: Son derece düşük anapara ve faiz ödeme yeteneği olan, geri ödememe riski çok yüksek olan ülkeleri ifade eder.

Ca: Spekülasyon karakterli, genel olarak anapara ve faizleri geri ödemeyen ülkeleri ifade eder.

C: Borç ödeme kapasitesi en düşük olan, yatırım yapılabilme özelliği bulunmayan, maksimum riskli ülkeleri ifade eder.

Ülkeler için Aa'dan B'ye kadar 1, 2, 3 gibi sayısal sembollerle kredi notu veren Moody's; 1: en iyi, 2: orta, 3: en zayıf ülkeleri ifade etmektedir.

Standard & Poor's (S&P), kökeni yaklaşık 150 yıl öncesine giden, esas olarak 1906 yılında bugün anladığımız şekilde faaliyetine başlayan, ABD'de kurulmuş ilk önemli

derecelendirme şirketlerinden biri olup, asıl kuruluş amacı ABD hisse senetleri için istatistikî bilgi temin etmektir. S&P; kredi derecelendirme aşamasında, ekonomik koşullar kadar dış politika, seçim sistem ve zamanlaması, demokrasi işleyişi, siyasal riskler, Merkez Bankası bağımsızlık derecesi ve benzerleri gibi durumları da dikkate almaktadır (Tutar vd., 2011:6).

Ülkelere ait kredi notları, Standard & Poor's tarafından şu şekilde sınıflandırılmaktadır (Yenmez, 2005:39-40):

AAA: Borç anaparası ve faiz ödemesinde çok yüksek bir geri ödeme kapasitesi mevcuttur.

AA: AAA not grubundan çok az farka sahip olup, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.

A: Yüksek geri ödeme kapasitesine sahip olmakla birlikte, ekonomik şartlardaki değişmelere AAA ve AA derecelerine nazaran daha hassastır.

BBB: Borcunu ödemekte yeterli kapasiteye sahip olmakla birlikte, oluşabilecek küçük bir belirsizlik, AAA, AA ve A derecesine sahip ülkelerden çok fazla hızlı ve etkili olacaktır.

BB: Ekonomide belirsizlikler mevcut olup ekonomideki bu belirsizlik durumları borç ödeme dengeleri üzerinde etkili olabilecek düzeydedir.

B: Yüksek düzeyde risklilik durumu mevcut olmakla birlikte, geri ödemelerini gerçekleştirebilecek durumdadır.

CCC: Büyük olasılıkla borç ödemelerini gerçekleştiremeyecek durumdadır.

CC: Ekonomik tablo çok kötü vaziyette olup borcunu geri ödeyememesi durumu katîdir.

C: İflas eşiğindedir.

D: İflas durumu kesin olup borçlar için erteleme özelliği ödeyebilme durumu mümkün değildir.

Standard & Poor's "+" veya "-" işaretleri ile derecelendirme sisteminde AA ile CCC notları arasında çeşitlendirme yapmaktadır.

S&P ile Moody's arasında notların anlamı açısından çok büyük farklılık bulunmamakta olup, her iki derecelendirme kurumunun notlarının sadece sembolleri farklıdır (Tutar vd., 2011:8)

1913 yılında New York'ta kurulmuş olan *Fitch*, kurulduğu yıllarda New York Borsası'nda işlem gören şirketlere yönelik istatistikî bilgiler yayınlamış, ilerleyen yıllarda şirket ve kamu tahvillerine ilişkin analizler hazırlamaya başlamış uluslararası alanda faaliyet gösteren diğer bir derecelendirme şirketidir. İlk uzmanlık alanı bankaların derecelendirmesi iken sonraki süreçte diğer sektörlerdeki işletmelerin de derecelendirmesine de başlamıştır (Coşkun, 2016:261).

Fitch, kredi notlarını uzun dönem ve kısa dönemde incelemiş olup, uzun dönem yatırım notu (Yenmez, 2005:40):

AAA: Kredi risklilik durumunda en düşük beklenti düzeyini ifade eder. Finansal yükümlülüklerin zamanlı ödemeleri için çok yüksek kapasite durumunda uygulanır (En yüksek kredi notu).

AA: Çok düşük riski beklentisi ve yükümlülüklerin zamanında ödenmesi kapasitesinin yüksek olması, olumsuz koşullara dayanıklılık durumunu ifade eder (Çok yüksek kredi kapasitesi).

A: Yüksek ödeme kapasitesi ve düşük kredi riski beklentisini ifade etmekte olup, yükümlülüklerin zamanında ödenmesi kapasitesi güçlü olduğu düşünülmekle birlikte, olumsuz şartlardaki ya da ekonomik koşullardaki değişimlerden daha çok etkilenir bir durumu ifade eder (Yüksek kredi kapasitesi).

BBB: En düşük yatırım notu kategorisini gösteren cari durumda düşük kredi riski beklentisini ifade etmekte olup, finansal yükümlülüklerin zamanında ödenmesi kapasitesi yeterli düzeyde olmakla birlikte, koşullardaki olumsuz değişimin bu kapasiteye zarar vermesi ihtimali daha yüksek görülür (İyi kredi kapasitesi).

BB: Olumsuz değişimin neticesi olarak kredi riski gelişmesi ihtimaline karşılık hassasiyeti ifade eder (Spekülatif not).

B: Mevcut durumda yükümlülükleri karşılama kapasitesi olmakla birlikte, yükümlülükler olumlu koşulların varlığına bağlı olup, ilerleyen süreçlerde yükümlülükleri yerine getirmede risk taşıma olasılığı mevcuttur (Önemli ölçüde spekülatif not).

CCC: Bir tür borcunu ödememe, temerrüt ihtimalini ifade eder. Finansal yükümlülükleri karşılama kapasitesi iş ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak sadece devam edebilir (Yüksek ödememe riski).

CC: Borcunu ödememe ihtimali olduğunu gösterir.

C: Ödememe durumu kaçınılmaz seviyededir.

D: Ülke iflası kesin bir durumdur, erteleme yapmadan borçların ödenmesi mümkün değildir.

JCR, Japonya Kredi Derecelendirme Kurumu, derecelendirme piyasasında uluslararası platformlarda bir diğer önemli kurumdur. JCR, 1985 yılında banka derecelendirmesi yaparak sektöre katılmış, iki yıl içerisinde ülkeler, diğer finansal kurumlar ve reel sektör kurumları için de derecelendirme yapmaya başlamıştır.

Kredi derecelendirme kurumları, finansal piyasalara fon sağlayan kişi ve kuruluşların asimetrik bilgi problemi sebebiyle bilgi eksikliğini gidermelerine destek olmak amacıyla finansal sistemde yerini almıştır. Sermaye piyasasına olan güvenin artırılması, bireysel ve kurumsal yatırımcıların piyasaya girişlerinin teşvik edilmesi, ekonomi için dış kaynak temin edilmesi açısından derecelendirme faaliyetleri önemli role sahiptir.

Verilen kredi notlarının ülkeler, firmalar ve yatırımcılar tarafından dikkatle takip edilmesi, kararların bunlara göre şekillendirilmesi ve alınan notların bir prestij meselesi olarak görülmesi kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini artırmaktadır.

2.2.3.1 Türkiye'nin Kredi Notunun Gelişimi

1980'li yılların başında ekonomik ve finansal reformlar ile Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleşmesi süreci başlamıştır. Resmî Gazete'de Ağustos 1989'de "32 sayılı Kararname" yayımlanmış ve bu kararname sonrasında yapılan düzenlemeler ile sermaye hareketleri bütünüyle liberalleştirilmiş ve konvertibilite için önemli adımlar atılmıştır.

Liberalleşmeye yönelik bu gelişmelerin devamında, 1992'de Türkiye'ye kredi notunu Standar&Poors vermiş ve kredi derecelendirmesi ile ilk tanışma gerçekleşmiştir. İlk kredi notlarını S&P (BBB), Moody's (Baa3) ve JCR (BBB) olarak vermişlerdir. Türkiye'nin 1992'de yılında Fitch'den değerlendirme yapılması talebi olmamış, 1994 yılında Fitch'in Türkiye için kredi değerlendirmesi süreci başlamıştır (Coşkun, 2016:268).

1992 ve 1993 yılları haricinde, geçmiş yıllar itibarıyla derecelendirme notları sürekli olarak "yatırım yapılabilir seviyenin altında" tutulmuştur. 1994 krizinde, Türkiye'nin kredi notu Moody's ve S&P tarafından düşürülerek "yatırım yapılabilir seviye" (BBB)'den "spekülatif seviye" (B+)'ye indirilmiştir. Fitch, 1995'te "yatırım yapılabilir seviye" (BBB)'den "spekülatif seviye" (BB-)'ye, 1996'da ise (B+)'ya indirmiştir. (Karagöl ve Mıhçıoğlu, 2012:18).

Ülke kredi notu, Türk finans sisteminde çöküş yaşanan 2000 ve 2001 yıllarında (BB-) seviyesine kadar gerilemiş, 2003 yılından itibaren tekrar yükselmeye başlamıştır. 2004'e kadar benzer düzeylerde iken 2004'te S&P (BB-), 2005'te Moody's (Ba3) ve Fitch (BB-) olarak yükseltmiştir. 2005'te BB- (Ba3)'ye kadar çıkmış, izleyen 5 yıl bir yükselme gerçekleşmemiştir. 2009'da not artırımını yapmaya başlayan Fitch, 2012 sonunda tekrar "yatırım yapılabilir" (BB+) not vermiştir. 2013 Mayıs'ta, Türkiye borç yükünde GSYH'ya oranla (2009 yılından bu yana 10 puan düşerek) %36'lık bir gerileme meydana gelmesi, devlet tahvilleri vade süresinin 4,6 yıla uzaması ve enerji dışı cari dengesi iyileşmesi gerekçeleri ile Moody's ülke kredi notunu "yatırım yapılabilir" (Baa3) seviyesine çıkarmıştır (BloombergHT, 2012).

2012 Kasım- 2017 Ocak tarihleri arasında Fitch, "yatırım yapılabilir" ülke; 2013 Mayıs- 2016 Eylül arasında Moody's, "yatırım yapılabilir" ülke olarak Türkiye'nin değerlendirmesini yapmıştır. 15 Temmuz 2016 darbe girişimi sonrasında ise 23 Eylül 2016'da Moody's kredi notunu "yatırım yapılabilir seviyenin altı"na indirmiştir (Kaya, 2019).

Şubat 2018'te Moody's raporunda (gelişmekte olan 22 ülke içerisinde Türkiye'yi GSYH'nin %4,5'üne denk gelen cari açık ile) cari açığı en yüksek ülke olarak Türkiye belirtilmiştir. Moody's, 7 Mart 2018'de kredi notunu (Ba1)'den (Ba2)'ye düşürmüştü; piyasalarda başlayan dalgalanmalar 2018 Ağustos'ta zirve yapmış, dolar kuru 7,20 TL'yi görmüş, Moody's kredi notunu 17 Ağustos'ta (Ba2) "durağan"dan (Ba3) "negatif'e çevirmiş iken aynı tarihte S&P ise (BB-)'den (B+)'ya düşürmüştü ve görünüm "durağan" olarak korunmuştur (Dünya Gazetesi, 2018).

Temmuz 2019'da TCMB bağımsızlık durumu gerekçe gösterilerek Fitch tarafından, kredi notu (BB)'den (BB-)'ye düşürülmüş, Kasım 2019'da kredi notunun görünümünü "negatif'ten "durağan"a çekilmiştir. Moody's Haziran 2019'da ise (Ba3)'ten (B1)'e düşürerek görünümü de "negatif" olarak sürdürüldüğünü öngörmüştür. S&P tarafından, 2019 yılında yapılan iki değerlendirmede de (B+) olan kredi notu ve "durağan" görünümünde değişikliğe gidilmemiştir (Dünya Gazetesi, 2020).

Eylül 2020'de Moody's, kredi notunu (B1)'den (B2)'ye düşürmüş olup, "yatırım yapılabilir" seviyenin 5 kademe altında olan bu kredi notu 2001 krizi dönemi dâhil olmak üzere Türkiye tarihinin en kötü notu olmuştur. B1 ve B2 not seviyeleri, Moody's'in "yüksek derecede spekülasyon" olarak değerlendirmesini ifade etmektedir.

2.2.3.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler

Yaklaşık 150 yıldır borçlanmak isteyen kuruluşların almış oldukları borç geri ödeyebilme kapasite ve geri ödeme isteklerini yani verilen kredilerin değerliliğini ölçme görevini yerine getiren kredi derecelendirme kuruluşları, aşağıdaki nedenlerle zaman zaman eleştirilmişlerdir (Coşkun, 2016:267).

- Not verme usullerinin yeterli düzeyde saydam olmaması,
- Derecelendirme sahasında eksik rekabet bulunması,
- Derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini değerlendirme yapan şirketlerden alması,
- Not verdikleri firmalara derecelendirme kuruluşlarının danışmanlık hizmeti de vermesi,
- Menkul kıymet ihraç edenlerce derecelendirme kuruluşlarının finansmanının yapıyor olması,
- Krizlerin derecelendirme kuruluşlarınca öngörememeleri.

Geçmişte yaşanan pek çok krizin (Meksika (1994), Kanada (1995), Asya (1997), Rusya (1998), Enron (2001), World Com (2002), Parmalat (2003), Lehman Brothers (2008) gibi) öngörüsü önceden, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılamamıştır. Finansal piyasalar üzerindeki etkinliği son derece yüksek olan kredi derecelendirme kuruluşları tarafından iflas eden şirketler için iflaslarından hemen önce yüksek not verilmesi ve ülke krizleri için öngöründe bulunamamaları, bu kuruluşlar için tartışmaları beraberinde getirmiştir (Tekin, 2016:183).

Çeşitli kurum ve kuruluşlara, şirketlere ve ülkelere uzun yıllardan beri kredi değerliliğinin belirlenmesi amacıyla kredi rating kuruluşlarınca verilen derecelendirme notları ile ilgili güvenilirliğe yönelik yapılan eleştiriler ve tarafsızlıklarına yönelik tartışmalar; küresel finansal krizle birlikte, kredi notu iyi olan birçok kurumda art arda iflaslar yaşanması, bu kuruluşlar tarafından belirlenen notların güvenilirliğini zedelemiş, ülkeler ve kurumlar tarafından kredi risk analizi ile ilgili yeni arayışların başlamasına yol açmıştır (Dinç vd., 2018:182). Yatırımcıların ve kurumların karşılaştıkları risklerle mücadele ve sağlıklı bir risk yönetimi için alternatif yollar arama çabaları, kredi türevleri olarak adlandırılan ve son yıllarda tanınırlıkları ve kullanımları artan ürünlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Gül, 2020:660).

Kredi türevleri², tarafların kredi riskini yönetmesine imkân tanıyan, bedeli “dayanak varlık” temel alınarak tespit edilen, ayarlanabilen ve çok yönlü finansal araçlar olup, temerrüt olasılığına karşılık sigorta sözleşmeleri sunarak kredi riskini azaltma, ortadan kaldırma ve piyasada katılımcı gelirini arttırmak için tasarlanmışlardır (Evcı, 2020:101).

Kredi temerrüt swapları, kredi türevleri içerisinde en sık kullanılan araçlar olarak, bir kredi sigortası gibi çalışır. CDS, bir kişi ya da kuruluşun, kredi sahibinin karşı karşıya kalabileceği alacağın ödenmemesi riskini belirli bir tutar karşılığında üstlenmeyi kabul etmesinin bedelidir.

Tablo 1’de Türkiye’nin de dâhil olduğu 27 ülkenin Standard&Poors, Moody’s ve Fitch’den aldığı kredi notları ile 5 yıllık CDS’lerinin (12.2.2021 tarihi itibarıyla) güncel durumları karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir.

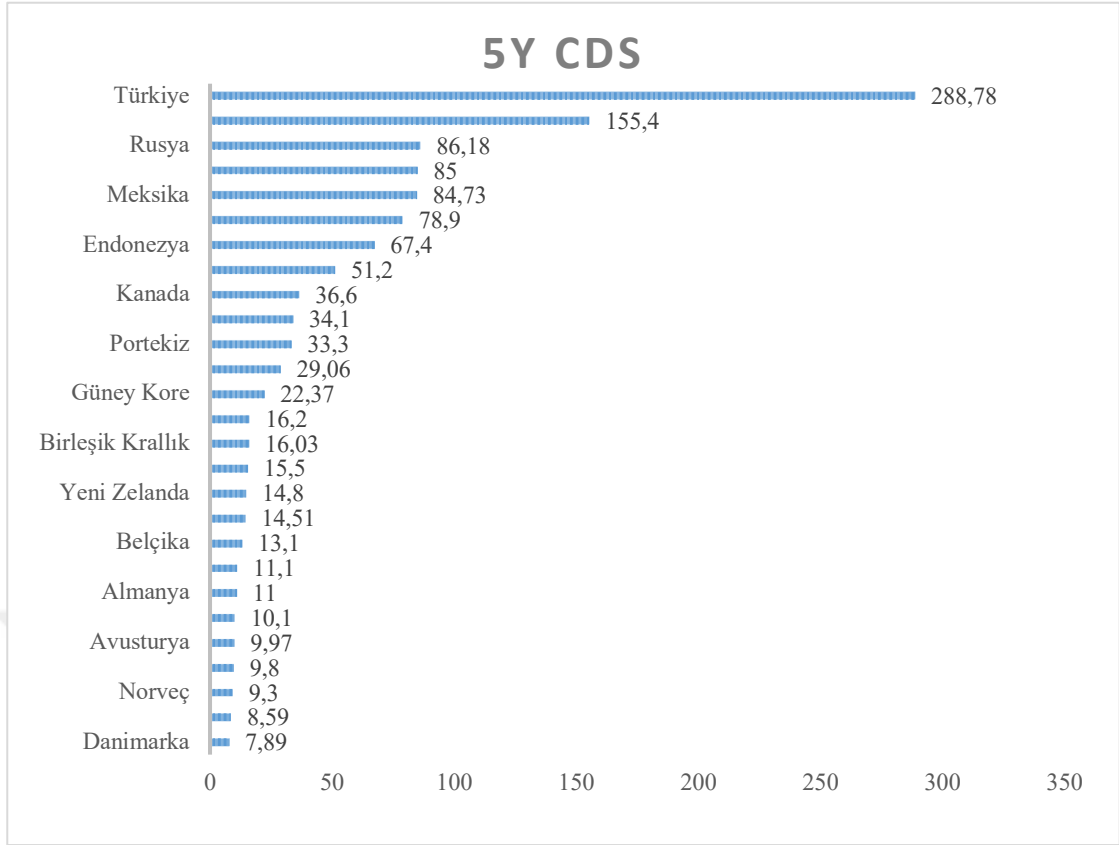
² Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swap- CDS), Toplam Getiri Swapları (Total Return Swap-TRS), Kredi Spread Opsiyonları (Credit Spread Option-CSO), Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO), Krediyeye Bağlı Tahviller (Credit Linked Notes-CLN) gibi).

Tablo 1. 27 Ülke Kredi Notları ile 5 Yıllık CDS'leri (12.2.2021)

Ülke	S&P	Moody's	Fitch	5Y CDS	Tarih
Danimarka	AAA	Aaa	AAA	7,89	12.02.2021
Finlandiya	AA +	Aa1	AA+	8,59	12.02.2021
Norveç	AAA	Aaa	AAA	9,30	12.02.2021
İsveç	AAA	Aaa	AAA	9,80	12.02.2021
Avusturya	AA +	Aaa	AAA	9,97	12.02.2021
Hollanda	AAA	Aaa	AAA	10,10	12.02.2021
Almanya	AAA	Aaa	AAA	11,00	12.02.2021
Amerika Birleşik Devletleri	AA +	Aaa	AAA	11,10	12.02.2021
Belçika	AA	Aa3	AA-	13,10	12.02.2021
Avustralya	AAA	Aaa	AAA	14,51	12.02.2021
Yeni Zelanda	AA	Aaa	AA	14,80	12.02.2021
İrlanda	AA-	A2	A+	15,50	12.02.2021
Birleşik Krallık	AA	Aa3	AA-	16,03	12.02.2021
Fransa	AA	Aa2	AA	16,20	12.02.2021
Güney Kore	AA	Aa2	AA-	22,37	12.02.2021
Çin	A +	A1	A+	29,06	12.02.2021
Portekiz	BBB	Baa3	BBB	33,30	12.02.2021
Hong Kong	AA +	Aa3	AA-	34,10	12.02.2021
Kanada	AAA	Aaa	AA+	36,60	12.02.2021
Polonya	A-	A2	A-	51,20	12.02.2021
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	67,40	12.02.2021
İtalya	BBB	Baa3	BBB-	78,90	12.02.2021
Meksika	BBB	Baa1	BBB-	84,73	12.02.2021
Yunanistan	BB-	Ba3	BB	85,00	12.02.2021
Rusya	BBB-	Baa3	BBB	86,18	12.02.2021
Brezilya	BB-	Ba2	BB-	155,40	12.02.2021
Türkiye	B +	B2	BB-	288,78	12.02.2021

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/sovereign-cds/>

Grafik 1'de Türkiye dâhil 27 ülkenin 5 yıllık CDS'lerinin (12.2.2021 tarihi itibarıyla) güncel durumları karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir.



Grafik 1. 27 Ülke 5 Yıllık CDS'leri (12.2.2021)

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/sovereign-cds/>

2.2.4. Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap-CDS)

Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap- CDS), tahvil veya kredi gibi kurumsal bir borcun nominal değeri temelinde oluşturulan, dayanak olan borcun temerrüde düşmesi durumunda oluşacak kayıplardan korunmak için alıcısının dönemsel prim ödemesi yaptığı bir çeşit sigorta sözleşmesi olup, 1995 yılında tanıtımı ilk olarak JP Morgan tarafından yapılmıştır (Allen ve Saunders, 2010:244).

CDS, kredi riskini etkin bir şekilde yönetme amacı taşır. Herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alır, bu korumayı da belirli bir bedel (sigorta primi) karşılığında yapar (Kunt ve Taş, 2008:80).

2.2.4.1. Kredi Temerrüt Takası ile İlgili Kavramlar

CDS'in yapısını oluşturan temel unsurlar; referans kurum, referans varlık, prim (spread), vade ve kredi olayıdır. CDS sözleşmelerinde yer alan bu unsurlar aşağıda tanımlanmıştır:

- *Referans kurum*, sözleşme konusu varlığın ihraç edilmesini sağlayan veya varlıktan dolayı meydana gelen geri ödemeleri yapmakla sorumlu olan taraf.
- *Referans varlık*, referans kurum tarafından kredi ya da tahvil şeklinde ihraç edilen varlık veya tahvil portföyü, kredi sendikasyonu veya bu kredilerden oluşan portföyler şeklindeki varlıklar seti.
- *Prim (spread)*, bir şirketin altına girmiş olduğu borç yükümlülüğünden dolayı borcu ödeyememesi halinde, o şirketten alacaklı olan tarafın üstlendiği riski ortadan kaldırmak için satın alınan sigorta ya da koruma maliyeti.
- *Kredi olayı*, koruma alıcısına temerrüt ödemesi yapan koruma satıcısının, yükümlülüğünü başlatan (iflas, ödemede başarısızlık, borçların hızlandırılması, yeniden yapılandırma, borcun temerrüte düşmesi, moratoryum/reddetme gibi) durum.
- *Vade*, korumanın geçerli olacağı süre (2, 3, 5 ve 10 yıllık vadeler daha yoğundur; ancak vade konusunda bir sınırlama yoktur. Genel olarak, en çok kullanılan vade ise 5 yıl vadeli CDS'ler olarak gösterilmektedir).

Kredi temerrüt takasları, bir finansal sigorta sözleşmesi olup, kredi riskinin alınıp satılması sürecinde, taraflardan biri koruma satın alan (yatırımcı) diğeri ise koruma satandır (sigortacı). Koruma satın alan, sözleşmeye konu referans varlığa ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmemesi riskine karşılık kendini güvence altına almakta ve önceden belirlenmiş olan dönemsel prim ödemesi gerçekleştirmektedir. Ödemesi yapılan prim, koruma satıcısı tarafa karşı, koruma satın alan tarafın sözleşme sürecinde ödediği miktar olup, CDS marjı sigorta edilen nominal değerin oranı olarak ifade edilir. Koruma satan, kredi olayı durumunda aldığı primler karşılığında koruma alıcısına ödeme yaparak zararını karşılar (Bektur ve Malcıoğlu, 2017:75).

CDS işleminin vadesine kalan süre, referans kurumun temerrüdünün gerçekleşme ihtimali, CDS işleminde koruma satıcısının kredi notu, referans kurum ile karşı taraf arasındaki ilişki, referans varlığın beklenen geri kazanım değeri CDS işlemlerinde primlerin hesaplanmasında önemli unsurlardır.

CDS primleri genel olarak baz puan biçiminde belirtilir. Belirtilen her 100 CDS baz puan %1 oranında bir maliyeti göstermektedir (Reyhan, 2019: 24).

CDS primi rakamının büyümesi, ülkenin risk priminin artması, yani o ülkenin temerrüde düşme olasılığı artışının bir göstergesi olup, bu primler derecelendirme kuruluşları notlarının aksine ekonomik, sosyal veya politik değişikliklere karşı anında tepki gösterebilme

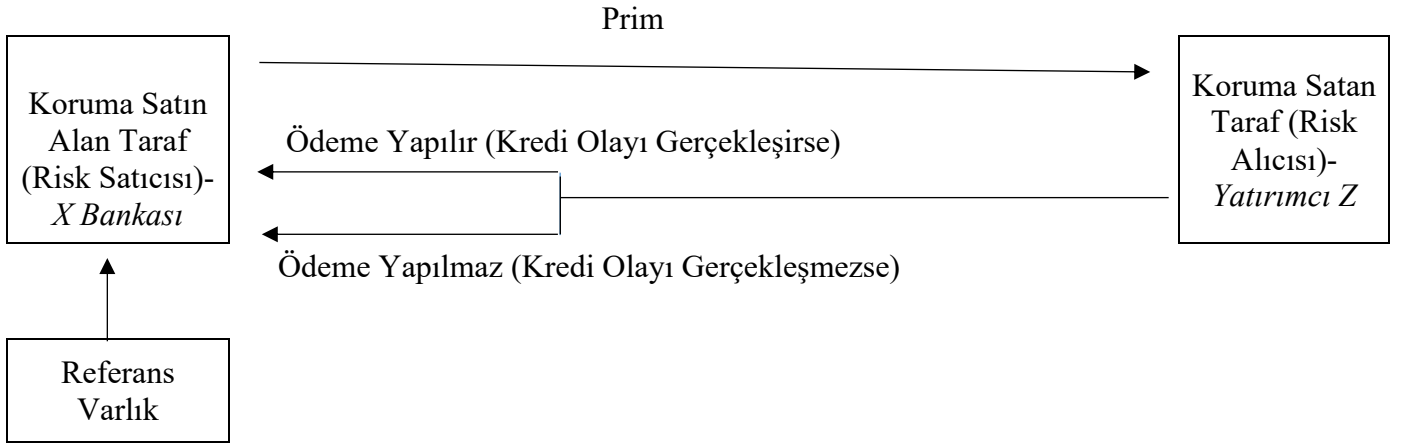
kabiliyetinde, hassas, dinamik ve hareketlidir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017:70). Diğer kredi riski ölçütlerine göre CDS'lerin en önemli avantajı, güncel piyasa koşullarını yansıtması, primlerin günlük olarak ve çok düzenli bir şekilde ayarlanmasıdır (Kılıcı, 2017:147).

CDS için önemli diğer bir husus ise referans varlığın kredi değeri ve fiyatıdır. Eğer kredi riski artar ve fiyatı düşerse CDS primleri yükselir, tersi durumunda kredi riski düşer ve fiyat yükselir ise CDS primleri azalır (Aksoylu ve Görmüş, 2018:18).

2.2.4.2. Kredi Temerrüt Takasının İşleyişi

X Bankası'ndan kredi alan borçlu (yatırımcı), vade sonunda hem kredi anaparasını hem de kredi faizini ödeyecektir. Ancak X Bankası, borçlunun, piyasadaki durumu ile ilgili yaptığı gözlemlerle olası bir temerrüt durumunun oluşabilme ihtimaline karşı alacağını güvenceye almak düşüncesi ile borçlunun borcunu ödememe olasılığına karşılık oluşacak riski transfer etmek amacı ile yatırımcı Z ile anlaşma yapar. Bu anlaşma ile X Bankası koruma alan taraf (risk satıcısı), yatırımcı Z ise koruma satan taraf (risk alıcısı) olarak adlandırılır. Koruma alan X Bankası, koruma satan yatırımcı Z'ye periyodik ödemeler yapacaktır. Eğer borçlu için temerrüt durumu gerçekleşirse, X Bankası'nın borçludan olan alacağı, koruma satan yatırımcı Z tarafından karşılanacaktır. Ancak temerrüt gerçekleşmezse, koruma satan hiçbir ödeme yapmayacağı gibi, koruma alan da verdiği borcun tamamını borçludan karşılayacağı için, ödediği primler koruma satandan geri alınmayacaktır (Hancı, 2013: 14-15).

Kredi temerrüt swaplarının yapısı ve işleyiş biçimi Şekil 1'de gösterilmektedir.



Şekil 1. CDS İşlem Süreçleri

Kaynak: (Karabıyık ve Anbar, 2006:2)

2.2.4.3. Kredi Temerrüt Takasının Türleri

Tek adlı CDS (Single Name CDS) (Plain Vanilla), tek bir referans varlığı esas alan, türev piyasalarda en çok tercih edilen CDS sözleşme türüdür. Koruma alan taraf, koruma satan tarafa dönemsel olarak ödeme yapmakta; sözleşme süresi boyunca herhangi bir kredi kullanımı gerçekleşmemesi durumunda korumayı satan taraf, korumayı alan tarafa herhangi bir ödeme yapmamaktadır (Erdil, 2008:95).

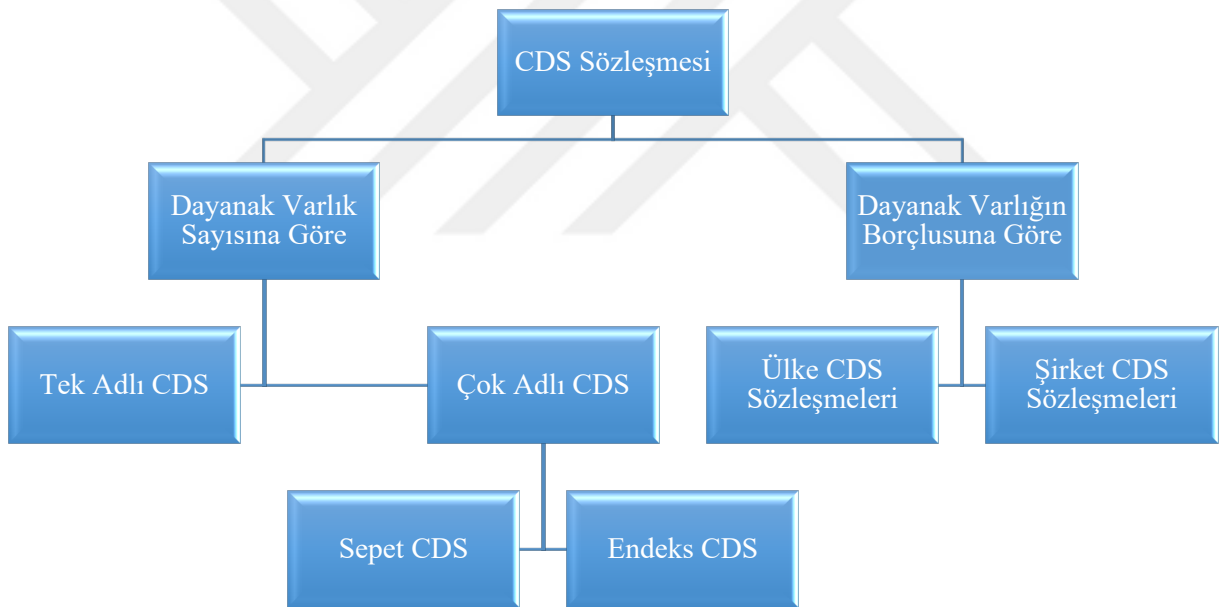
Çok adlı CDS (Multi Name CDS), yatırımcı ve ihraççıların portföylerinde bulunan her bir menkul kıymet ile ayrı ayrı işlem yapmak yerine temerrüt olasılığı olan menkul kıymetleri tamamen veya kısmen kredi risk transferlerine konu etmelerine olanak sağlayan araçlardır (Tanyıldızı, 2020:43). *Sepet CDS* (Basket CDS), portföydeki dayanak varlıklardan herhangi bir tanesinin temerrüde düşmesi veya portföyde meydana gelen kayıpların belirli bir miktarı aşması durumuna bağlı kredi olayına bağlı ödeme olabilmektedir (Turğut, 2020:31). Sepet CDS’ler koruma satan taraflara tek adlı CDS’lerden daha fazla esnek ve opsiyonlu, birden fazla yatırımcı kurum ve referans kıymetin bulunduğu, referans kıymetler sepeti içinde 3, 5, 10, 15 ya da daha fazla kıymet bulunabilen ve tüm kıymetleri dâhil edecek biçimde CDS alımı olanaklı olan swaplardır (Mülayim, 2020:48). *Endeks CDS*, endekste bulunan yatırımcı kurumların tamamı için kredi riskine karşılık koruma sağlamasıdır (Mülayim, 2020: 49).

CDS hem ülkeler hem de şirket, banka gibi kurumlar tarafından çıkartılabilmektedir. *Ülke CDS*’leri ve *şirket CDS*’leri için temel mekanizma hemen hemen aynıdır. Ülke kredi temerrüt takası (Sovereign CDS), o ülke devlet tahvilleri veya euro bondlarını referans varlık

olarak alırken; şirketlere ait olan CDS'ler ise şirketlerin bono, kredi veya tahvilleri referans varlık olarak alınarak çıkartılmaktadır. Ülke CDS sözleşmelerinde kredi olayları borcun reddi ve moratoryum içerebilirken, şirket borcuna dayanak varlık olarak alan şirket CDS sözleşmeleri bunları içermemektedir. Ayrıca ülke CDS'lerinde riskin ölçülmesi şirketlere göre daha zorlayıcı olabilmektedir (Turğut, 2020:32).

Ülke CDS'lerinin spreadleri, incelenen ülkenin kredibilitesine ilişkin göstergeler olarak kullanılabilir; ülkenin finansal durumuna ilişkin her pozitif veya negatif bilgi CDS marjına yansımakta, negatif bilgiler CDS primlerini artırırken pozitif bilgiler söz konusu primleri düşürmektedir (Kılıcı, 2017:73). Ülke CDS oranları yerel veya bölgesel olaylardan küresel eğilimlere kadar birçok faktörden etkilenebilir (Sarıgül, 2019: 105).

Kredi temerrüt swaplarının türleri Şekil 2'de gösterilmektedir.



Şekil 2. CDS Sözleşme Çeşitleri

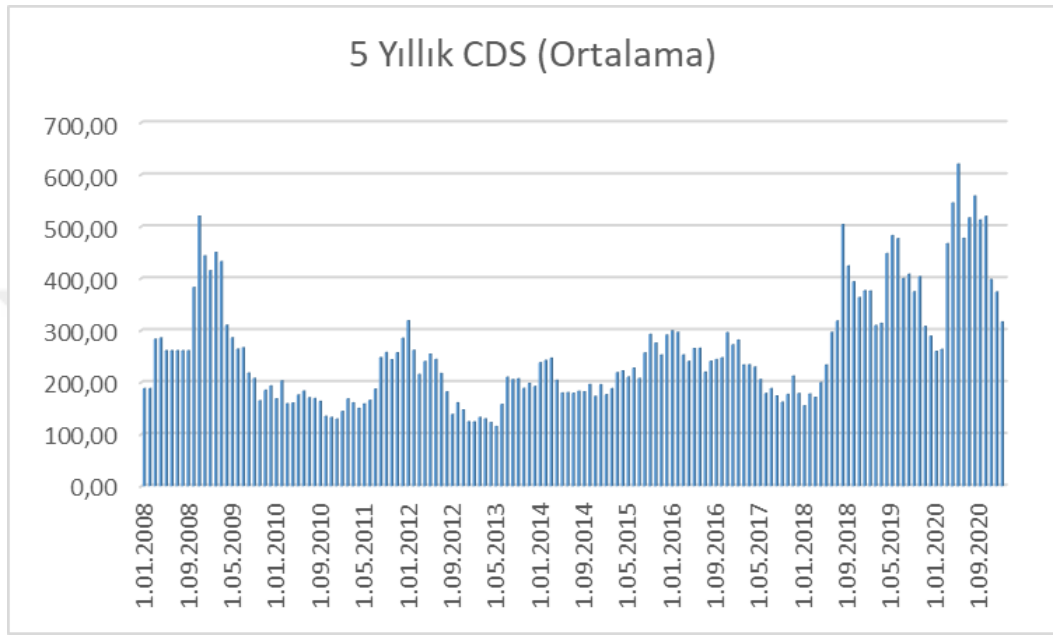
Kaynak: (Aksoylu, 2017:54)

2.2.4.4. Kredi Temerrüt Takası Piyasasının Gelişim Süreci

CDS primleri, ülke kredi riskinin doğru teşhis edilmesinde, günlük olarak izlenebilmesinde ve yatırımcıların buna uygun doğru pozisyonu alabilmesinde önemli bir göstergedir. Yatırımcılar açısından, ülkelerde reel ekonominin performansına ilişkin önemli bir bilgi sağlamakta, özellikle gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin yükselmesiyle küresel

finansal sisteme verebileceği zararların ve olası risklerin erken tespitine yardımcı olmaktadır (Atmışdörtoğlu, 2020:45).

Grafik 2’de, Türkiye’nin 2008-2020 yılları arasında aylık ortalama CDS primlerinin seyri gösterilmektedir.



Grafik 2. Türkiye’nin 5 Yıl Vadeli CDS Primi (2008-2020 Aylık)

Kaynak: Thomson Reuters (Son Gözlem: 12.02.2021)

2008 yılından bu yana CDS priminin hiç 100 baz puanının altına düşmediği, 100-300 baz puan aralığında bir seyir izlediği, 300’ün üzerine çıkan dönemlerde ise süreci tetikleyen gelişmeler yaşandığı görülmektedir. Son 15 yıl içerisinde Türkiye’nin CDS priminin 300 puanın üzerinde seyrettiği ilk dönem (15.9.2008-1.5.2009) küresel finans krizi dönemine denk gelmekte olup, sürekli olmamakla birlikte dönem dönem Türkiye CDS primi 300 puanın üzerine çıkmıştır (Öz, 2020:2). 2008-2009 döneminde CDS primi en yüksek değerlerine ulaşmış, daha sonra tekrar azalarak 2010 Kasım’da 133 seviyelerine düşmüş, 2011 Haziran’da 172 olan seviyesi ile çoğu ülkeye göre iyi bir seyir göstermiştir. Ancak 2011 Ağustos’ta döviz kurunda meydana gelen artışlar, büyüme eğilimine rağmen cari açığıdaki artış seyri, kredi notlarındaki düşüş, Yunanistan ve diğer Güney Avrupa ülkelerinde meydana gelen sorunların etkisi ile CDS 234’e, 2011 Eylül’de 262’ye yükselmiştir. Kur artışı ile TCMB faiz oranlarını arttırmış, enflasyon hedefi tutturulamamış ve neticede Aralık 2011’de CDS primi 279 olarak

gerçekleşmiştir. Mart 2013'te S&P'un Türkiye'nin kredi notunu yükseltmesinin etkisi ile CDS priminde düşüş yaşanmıştır. Cumhurbaşkanlığı seçimi, enflasyondaki yükseliş, sınır ötesi harekât için tezkere görüşmeleri, mültecilerin akını, 7 Haziran seçimleri sonrası politik belirsizlik etkisi ile CDS priminin Eylül 2014'ten itibaren yukarı yönlü hareket etmesi sonucu söz konusu olmuştur. CDS primi Ocak 2016'da 294 iken, temmuz ayında 251'e gerilemiş ancak darbe girişimi sonrası prim yükselmeye başlamış ve Aralık 2016'da 283'e ulaşmıştır. Politik belirsizliklerin sona ermesi ve ekonominin de toparlanması ile birlikte CDS primi 2017 yılı boyunca düşüş göstererek Eylül 2017'de 172'ye gerilemiştir. 2018 yılında döviz kurunda yaşanan artış ile TL'nin değer kaybetmesi, tahvil faizinin yükseltilmesi, ABD ve Çin arasında yaşanan ticaret savaşları, FED'in faizleri yükseltmesi, cari açıkta artış yaşanması, Moody's tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi etkisi neticesinde CDS primlerinde yükseliş ve volatilité yaşandığı görülmektedir (Bıyık, 2019: 48). 13.6.2018 ile 11.12.2019 dönemi CDS priminin en uzun süre 300 puanın üzerinde seyrettiği dönem olmuştur. Aralık 2019'dan itibaren bir süre 300 puanın altında seyreden CDS primi, son olarak küresel bir faktör olan Covid-19 pandemisinin etkisiyle yeniden 300 puanın üzerine çıkmıştır.

Tablo 2'de, Türkiye'nin 2008-2019 yılları arasında aylık ortalama 5 yıllık CDS primlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 2. Türkiye'nin Kredi Notları ile 5 Yıllık CDS'lerinin Gelişimi (2008-2019)

Yıllar	5Y CDS	S&P	Moody's	Fitch
14.12.2008	443,60	BB-	Ba3	BB-
14.12.2009	193,40	BB-	Ba3	BB+
14.12.2010	129,16	BB	Ba2	BB+
14.12.2011	284,78	BB	Ba2	BB+
14.12.2012	124,16	BB	Ba1	BB-
14.12.2013	192,20	BB+	Baa3	BBB-
14.12.2014	195,58	BB+	Baa3	BBB-
14.12.2015	291,27	BB+	Baa3	BBB-
14.12.2016	272,29	BB	Ba1	BBB-
14.12.2017	178,39	BB	Ba1	BB+
14.12.2018	376,28	B+	Ba3	BB
14.12.2019	289,01	B+	B1	BB-

Kaynak: Thomson Reuters (Son Gözlem: 12.02.2021)

Grafik 3'te, Türkiye'nin 2015-2021 yılları arasında Türkiye'nin 5 yıllık CDS primlerinin seyri gösterilmektedir.



Grafik 3. Türkiye- 5 Yıllık CDS (14.12.2015-12.02.2021) (Son Gözlem: 12.02.2021)

Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SENDİKASYON KREDİLERİ

Ticaretin uluslararası sınırları aşması, hacimsel olarak büyük boyutlara ulaşması, dünya genelinde büyük kurumsallaşmış firmaların doğması ve bu büyük firmaların bütün dünyayı hedef pazar olarak seçmesi, finans sektöründeki gelişmeler, daha yüksek getiri elde etme ve riski farklılaştırma amacı ile başta bankalar olmak üzere finansal kurumları dünya genelinde faaliyet göstermeye yönlendirmiştir.

Ticari faaliyetlerde hız ve ölçek değişimi, teknoloji alanında değişme ve gelişmeler, uluslararası piyasalarda firmaların finansman ihtiyaçları ve bu ihtiyaçları karşılamak için klasik yöntemlerin yeterli olmaması vb. unsurlar uluslararası piyasalarda fon ihtiyacının artmasına sebep olmuştur. Ayrıca uluslararası piyasalardaki rekabet, bankalar ve finans kurumlarının birbirleri ile rekabet içerisine girmesi gibi hususlar yerel piyasalardan ve ötesinde uluslararası piyasalardan fon sağlanabilmesi olanağını ortaya çıkarmıştır.

Bu bölümde; sendikasyon kredilerinin tanımı, dünyada tarihsel gelişimi, sağlanma aşamaları ve işleyişi, çeşitleri, tarafları, yapılış metotları, fiyatlama ve ikincil piyasalar incelenecektir. Türkiye’de sendikasyon piyasalarının gelişim süreci ve Türk mevzuatı bakımından yasal çerçevesi, vergilendirme ve banka türü ayrımında sendikasyon kredileri kullanımı ele alınacaktır. Belli başlı sendikasyon piyasaları, sendikasyon kredilerinin avantajları ve sendikasyon kredisinde riskler hakkında teorik bilgiler verilecek, sendikasyon kredilerine dünyadan ve Türkiye’den birer örnek sunulacaktır. Sendikasyon kredisi uygulaması, ilgili sendikasyon kredisinin sözleşme detayları ile incelenecektir. Sendikasyon kredilerinde spread’i etkileyen faktörler incelenecek ve son olarak İslami sendikasyon kredileri ile geleneksel sendikasyon kredileri arasındaki farklılıklar hakkında bilgi verilecektir.

3.1. Sendikasyon Kredilerinin Tanımı

Piyasada fon talep edenlerin ihtiyaçlarına uygun olarak birçok finans alternatifi bulunmaktadır. Sendikasyon kredileri özellikle son 30 yıl içerisinde, gelişmekte olan piyasalarda önemli bir genişleme yaşamış ve bu piyasalar için önemli bir dış finansman kaynağı olmuştur. Sendikasyon kredileri, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınması için büyük önem taşıyan diğer kredi türlerine kıyasla çeşitli faydalar sunmakta, bankaların kredi portföylerinin çeşitlendirilmesine destek olarak ödünç alınan fonların maliyetinin düşürülmesine yardımcı olmakta, böylece finansal istikrar ve yatırımların geliştirilmesine imkân sağlamaktadır (Godlewski ve Weill, 2007:19).

Uluslararası piyasalarda artan talepler karşısında bankalar, yüksek miktardaki kredileri tek başlarına karşılama riskini almakta çekimser ve kredinin büyüklüğü karşısında da yetersiz kalabilmektedir. Yasa düzenleyiciler tarafından kredi vermeye yönelik artan sermaye yeterliliği ve likidite düzenlemeleri gereği riskin de dağıtılması için birçok banka birleşerek kredi verme yolunu zorunlu olarak seçmektedir. Bu özelliği bakımından sendikasyon kredileri her türlü büyük hacim ve ölçekli firma veya finans kurumunun başvuracağı en önemli finans teknikleri arasında yer almaktadır.

Fransızca kökenli “syndicat” kelimesinden türetilen sendikasyon kelimesi için 1620’lerde “temsilciler meclisi” ifadesi kullanılmış, 1865’ten itibaren de “bir ticari sorumluluk yüklenen ve yürüten kişiler veya şirketler topluluğu” olarak ifade edilmiştir (Syndicate).

Türk Dil Kurumu’na göre sendika “işçilerin veya işverenlerin iş, gelir, sosyal ve kültürel konular bakımından menfaatlerini korumak ve daha da geliştirmek amacı ile aralarında kurdukları birlik” anlamındadır (TDK Güncel Sözlük). Geniş anlamı ile sendika, benzer veya farklı yapısı bulunan kişi, kurum veya kuruluşlar tarafından tek bir hedefe erişmek gayesi ile bir bütün olarak meydana getirdikleri bir çeşit birlikteliktir. Bankacılık ve finans açısından sendika, bir grup banka ve/veya banka dışı finansal kurum/kuruluşun finansman ihtiyacını karşılama amacı ile bir ya da birden fazla bankanın ve/veya banka dışı finansal kuruluşun liderliği ile bir araya gelerek oluşturmuş oldukları yapıdır.

Sendikasyon kredisi, iki ya da daha fazla kurumun (bankalar veya diğer banka dışı yatırımcılar, toplu olarak kredi verenler sendikası) ortak bir belge tarafından yönetilen ortak hüküm ve koşullarda kredi sağlamak için bir borçlu ile sözleşme yaptığı kredidir.

Sendikasyon kredileri, bir bankanın tek başına kredi portföyüne dâhil edebileceği ölçüdeki küçük miktartlı krediler için çok elverişli değildir. Borçlunun gereksinim duyduğu kredi miktarının, kreditor bankanın kredi limitini aşan miktarlara erişmesi durumunda ya da kredi limitine ulaşılmamış olsa da alacağı riski paylaşmak amacıyla olan kreditor, bu krediyi temin etmek için krediye katılacak başka bankalar arar. İşlem birden fazla kreditorü içermekte olup, her bir kreditorün yükümlülüğü diğerinden farklıdır ve yükümlülükler ayrılabilir yapıdadır. Kreditorler, toplam kredi tutarının kendisine ait bölümünü ödemeyi garanti ve taahhüt eder. Kreditorler, sadece belli bir kredi meblağının belli bir yüzdesine kadar yükümlü olurlar ve diğer kreditorlerin sorumluluklarını yerine getirmemesi halinde hukukî açıdan yükümlü değildirler. Bu şekilde borç vermekten doğan risk, kreditorler arasında dağıtılır. Sendikasyon kredileri, farklı kreditorlerin farklılaşan sorumluluklarını kapsamış olsa da anlaşma ortak ve doküman tek olmak üzere düzenlenirler.

Uluslararası sendikasyon kredisi piyasası, farklı ülkelerden gelen bankaların davranışlarının oldukça standartlaştırılmış bir ortamda karşılanmasına imkân vermektedir (Gadanecz, Tsatsaronis ve Altunbaş, 2008:2). Ayrıca, şirketlerin kaynaklarını bir araya getirmelerine ve riskleri paylaşımlarına veya yaymalarına (sigorta) olanak tanır (Cornelissen, 2016, 12).

3.2. Sendikasyon Kredilerinin Özellikleri

Sendikasyon kredilerinin başlıca yedi özelliğinden söz edilebilir. Bunlar; kredinin büyüklüğü, vadesi, değişken faiz, ortak faiz oranı, sorumlulukların ayrılığı, dokümantasyon ve açıklık olarak sıralanabilir. Aşağıda bu özellikler açıklanmıştır.

3.2.1. Kredinin Büyüklüğü

Sendikasyon kredileri ile sağlanan “*kredi miktarının büyüklüğü*”, alternatif uluslararası borçlanma araçlarından, bu krediyi farklı yapan en önemli özelliktir.

Sendikasyon kredileri, tek bir banka özelinde portföye rahatça alınabilecek kadar küçük miktarda krediler için elverişli değildir. Bazı durumlarda, borçlunun kredi gereksinimi bir bankanın tek başına sağlayabileceği tutarın çok üzerine çıkabilir. Büyük miktarda kredi almak isteyen bir kuruluşa, teklifi ne kadar sağlam olursa olsun, tek bir banka karşılayabileceği risk veya kredi limitleri sebebiyle kredi vermek istemeyebilir. Eğer borçlunun kredi talebi, bankanın kredi limitini aşan bir boyuttaysa ve bankanın kaçırmak istemeyeceği bir müşteriye ait ise banka bu krediye katılımları için diğer kredi veren kuruluşlar ile temasa geçer (Akgüç, 2013:446). Borçlanıcıya tahsis edilen kredi limiti ve ülke limitlerinin kullanılabilir seviyede olması durumunda dahi kreditorler; pazarın olası fırsatlarını kaçırmamak, ilişki içinde bulundukları kurum ve banka sayısını arttırmak, gelir kaynaklarını geniş bir tabana yaymak gibi nedenler çerçevesinde de bir grup oluşturarak riski grupça üstlenirler.

3.2.2. Kredinin Vadesi

Sendikasyon kredileri, kısa vadeli olarak verilebilmekle birlikte genellikle “*orta vadeli*” kredilerdir. Genel olarak 3 ile 10 yıl arası vadeye sahip olmakla beraber 6 aydan başlayıp 25 yıla kadar (istisnai de olsa 25 yıla kadar uzayabilen sendikasyon kredileri de verilebilmektedir) olan vadeli krediler de görmek mümkündür.

Bir yılın altında vadeye sahip sendikasyon kredileri düzenlenebilse de yapılan destek işlemlerin karmaşıklığı, maliyeti ve zaman alması gibi gerekçelerle 1 yıldan az vadeye sahip

kredi anlaşmalarının taraflar arasında kabul görmesi düşük olasılığa sahiptir (Yılmaz, 2003:146).

Dünya sendikasyon kredisi piyasalarında, farklı vadelere rastlamak mümkün olsa da bir sendikasyon kredisinin vadesi temel olarak borç ihtiyacı olan kurumun talebine göre belirlenmektedir (Akgüç, 2013:447). Bu durum da kredinin hangi amaç için kullanılacağına bağlı olarak değişebilmektedir.

Gemi ve uçak yapımı, gayrimenkul projeleri, elektrik santrali ve baraj inşası, otoyol, tünel ve köprü yapımı gibi proje finansmanına yönelik olarak alınan sendikasyon kredileri; dış ticaretin finansmanı, şirket satın almaları, işletme sermayesi, genel kurumsal amaçlar, borçların re-financemanı gibi amaçlarla alınan sendikasyon kredilerine kıyasla daha uzun vadeli olmaktadır (Pişkin, 2016:12).

Vadenin belirlenmesinde borçlunun faaliyet gösterdiği ülkenin makroekonomik koşulları da önem taşımaktadır. İstikrarlı, uzun dönemli yatırımın mümkün olduğu gelişmiş ülke ekonomilerinde daha uzun vadeli krediler alınabilirken, volatilitenin yüksek olduğu, uzun vadeli yatırım planları yapmanın zor olduğu gelişmekte olan ya da geri kalmış ülke ekonomilerinde kredi vadeleri daha kısa olabilmektedir.

Ülkemizde ise bankalarca alınan sendikasyon kredilerinin genel olarak bir yıl vadeli oldukları görülmektedir. Bankalar genellikle vade sonunda oluşan şartları değerlendirerek sendikasyon kredilerini yenilemeyi ya da geri ödemeyi tercih etmektedirler. Genellikle 1 veya 2 yıl vadeli sendikasyon kredileri imzalanmaktadır. Ülkemizin kredi notunun gelişmiş ülkelere göre düşük olması, uluslararası finans piyasaları tarafından ekonomik ve politik olarak riskli görülmesi bu durumun ana sebepleridir.

3.2.3. Maliyet

Sendikasyon kredilerini tek banka-tek müşteri şeklinde verilen kredilerden farklı kılan temel niteliklerden biri borçlunun kredi veren bankalara “*aynı faiz oranı*” ile borçlanmasıdır. Kredinin birden fazla dilimden oluşması durumunda, her dilim için diğerinden farklı faiz oranı uygulaması olabilir. Bununla birlikte, belli bir dilime katılım sağlamış olan bankalar aynı faiz oranına tabidir (Yılmaz, 2003:147).

Sendikasyon kredilerine uygulanacak fiyatlandırma, değişken faizin üzerine önceden saptanmış bir marjın ilave edilmesi ile oluşur. Sendikasyonlarda uygulanan klasik fiyatlama LIBOR, EURIBOR gibi endeks faiz oranı ile bu faize eklenen (ek faiz) marj şeklindedir. *Değişken faiz oranlı* kredilerde (floating rate loans) faize esas oluşturan oran, genel olarak altı

büyük Londra bankasının uluslararası borç piyasalarında kısa vadeli krediler için talep ettikleri fiyat olan *LIBOR* (London Interbank Offered Rate- Londra Bankalararası Kredi Faiz Oranı) oranı olmaktadır. Çeşitli merkezlerde belirlenen bu oran günlük olarak belirlenmektedir (Yılmaz, 2013:147). Bu oranların üzerine ek faizin (marj ya da spread) ilave edilmesiyle faiz oranı bulunmaktadır (Tunay, 2005:660). *EURIBOR* (Euro Interbank Offered Rate) ise Euro para biriminin kabul edildiği bölgedeki euro cinsinden borçlanmalarda kullanılan faiz oranıdır (Yılmaz, 2003:147). Bu değişken faiz belirli aralıklarla sıfırlanır (düzeltilir), en sık kullanılan süreler bir, üç ve altı aydır ve genellikle borçlu tarafından seçilir.

Bazı durumlarda *referans bankaları* (reference bank) olarak nitelendirilen bankaların faiz oranları da *LIBOR* oranının yanı sıra temel alınabilir.

Sendikasyon kredilerine uygulanan faiz, sabit olabilmekle birlikte, kreditor bankalar, orta veya uzun vadeli olarak kullandırmış oldukları sendikasyon kredisinin kendileri için maliyet durumunun artabileceği olasılığını dikkate alarak, *sabit faiz* riskini üstlenmek istemezler.

Belirlenen baz faizin üstüne spread eklenir. *Spread* (risk primi), baz faizin üzerine eklenen borçlanıcı ve borçlanıcı ülkenin kredibilitesini yansıtan primdir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma faizlerinin belirleyicisi olarak risk primleri önem taşır. Ülke riskine ek olarak risk primini etkileyen faktörler şunlardır (Akgüç, 2013:448):

i) *Borçlanıcının kredibilitesi*: Borçlanıcının kredibilitesi yüksekse, finansal bakımdan güçlüyse ve gelecekteki performansı konusunda piyasada olumlu bir görüş varsa, uygulanacak risk primi düşük olma eğiliminde olacaktır.

ii) *Sendikasyona katılan bankalar ile ilişkiler*: Borç veren bankalar, düzenli olarak para transferi, akreditif işlemleri kapsamındaki aracılık faaliyetleri gibi komisyon karşılığı gerçekleştirdikleri hizmetlerin söz konusu olduğu bir borçlanıcıya daha düşük risk primiyle borç vermeyi kabul edebilmektedir. Bunun sebebi borçlanıcı ile yaptıkları sendikasyon-dışı işlemlerde kazanç sağlamaları ve borçlanıcıyı iyi tanımalarıdır.

iii) *Kredinin büyüklüğü ve vadesi*: Kredinin tutarı arttıkça ve/veya vadesi uzadıkça maliyetin artması beklenmektedir.

iv) *Kredinin sağlanma şekli*: Sendikasyon kredisinin “*en iyi çaba*” ya da “*yüklenim*” teklifi ile sağlanmasına göre de fiyat etkilenmektedir. Kredinin tamamı taahhüt edilmişse (yüklenim teklifi), bunun için de -örtük ya da açık- komisyon ödeneceğinden borçlanıcı için maliyet artacaktır.

Borçlanıcı banka, kredi faiz maliyetine ek olarak farklı isimlere sahip bazı ücret ve komisyon maliyetlerine de katlanır. Ödenen komisyonların iki şekli mevcuttur; başlangıçta ödenen komisyonlar (up-front-fee) ve dönemsel komisyonlar (periodic fees) (Akgüç, 2013: 453).

Bu komisyonların başında (başlangıçta ödenen komisyon olan) “*yönetim komisyonu*” (management fee) ya da “*düzenleme komisyonu*” (arrangement fee) adı verilen komisyon gelir. Kredi düzenlenmesi aşamasında aktif rol üstlenen; kredi sözleşme şartlarının oluşturulması, ürünün pazarlanması, muhtemel katılımcı bankaların belirlenmesi, sendikasyon grubunun oluşturulması ve tüm tarafların bir araya getirilerek kredi işleminin sonuçlandırılması görevlerini yerine getiren lider bankalar tarafından talep edilen bu komisyon, kredinin nominal değeri üzerinden hesaplanır, peşin olarak tek seferde tahsil edilir. Lider/düzenleyici banka, sendikasyon kredisi kapsamında yapmış olduğu masrafları düzenleme ücretinden karşılar. Tahsil edilen bu komisyon lider bankalar tarafından katılımcılar arasında paylaştırılabilir.

Sendikasyon kredisi işlemleri garantili işlemler çatısında yürütülmekte ise yani düzenleyiciler borçlanıcıya kredi miktarının sağlanacağını taahhüt etmişlerse, girmiş oldukları riske karşılık kredi tutarı üzerinden, ikili görüşmelerde belirlenmiş yüzde üzerinden (başlangıçta ödenen komisyon olan) “*yüklenim ücreti*” (underwriting fee) ödenir. Daha önce müzakere edilmiş bir oran üzerinden garanti edilmiş meblağ için komisyon tutarı hesaplanır ve kredi tesliminden önce tek seferde ödemesi alınır.

Kredi piyasalarında referans olarak alınan kıdemli ve itibarlı bankaların sendikasyon grubunda yer almaları, diğer bankaların da katılımını teşvik etmekte ve sendikasyon işleminin başarıyla tamamlanmasını sağlamakta olup, “*katılım ücreti*” (participation fee) (başlangıçta ödenen komisyon olan) bu kapsamda sendikasyon kredisinde katılımcı olan her bir banka tarafından sendikasyona katılımları oranında talep edilmektedir. Katılım ücreti, bankaların sendikasyon kredisine katılım tutarları ile belirlenmiş ortak katılım ücreti oranının çarpılması ile hesaplanır. Katılım ücreti yüklenim ücretinden daha düşüktür, bunun sebebi kredi tutarının sağlanacağına dair verilen garantinin, yüklenicilerin riskini katılımcıların risk seviyesinin üzerine çıkarmasıdır.

Kredi anlaşması imzalanması sonrasında, kredi geri ödemelerinin ve diğer hususların takibini yapan ajan bankaya (dönemsel olarak ödenen komisyon olan) “*ajan komisyonu*” (agency fee) denilen bir komisyon ödenir. Bu komisyon operasyonel masrafların karşılanması için alınır. Ajan banka, bu ücreti genellikle kredi süresi boyunca yıllık olarak tahsil eder. Anlaşma özelinde ödeme periyodu farklılık gösterebilir. İmza töreninden vade sonuna kadar

taraflar arasında iletişimin sağlanması, ödemelere aracılık etmesi nedeniyle ajan bankanın her yıl alacağı komisyon katılımcı banka sayısına göre belirlenir.

Alınan sendikasyon kredisi borçlanıcı tarafından parça parça teslim alınarak da kullanılabilir. Kredinin parça parça kullanılması durumunda katılımcı bankalar taahhüt ettikleri kredi tutarını ajan bankada bulundurma olup, bu tutarlar kullandırılmayıp hazır tutulduğundan bankalar için bir bekleme maliyeti oluşturmaktadır. Kredinin henüz kullanılmayan bu kısmı için (dönemsel olarak ödenen komisyon olan) “*taahhüt komisyonu*” (commiment fee) ödenir.

Borçlunun vadesinden önce ödeme yapması durumunda borç verenler hesapladıkları faiz gelirinin tamamını elde edemeyeceklerdir. “*Erken ödeme ücreti*” (prepayment fee) (dönemsel olarak ödenen komisyon olan) borç verenlerin böyle bir durumda uğrayacakları zararı karşılamak için borçludan talep ettikleri bir tür cezalandırma ücretidir. Sadece borçlunun erken ödeme yapması durumunda tahsil edilir.

Borçlanıcı kendisi için ayrılan sendikasyon kredisi tutarından belli bir oranın altında yararlanırsa bunun için bir “*kullanım komisyonu*” ödenir.

Tüm bu komisyonlara ek olarak hukuki danışmanlık için de bir komisyon ödenir. Sendikasyon sürecinin başında alınan bu komisyon kredi anlaşmasının karmaşıklık düzeyine göre değişebilir.

Piyasa koşulları, borçlanıcının bulunduğu ülkenin ekonomik durumu, borçlunun fiyat ve miktar konularındaki duyarlılığı, limit durumu, borçlu-kreditör ilişki düzeyi, örnek işlemlerdeki fiyatlandırmalar, risk durumu, ikincil piyasa varlığı, swap ve kredi piyasa fiyatlamaları, anlaşma koşulları gibi faktörler de sendikasyon kredilerinin fiyatlandırılmasında önemli unsurları ifade etmektedir.

Sendikasyon kredileri piyasasında, alıcılar yüksek kredi değerliliği olan kuruluşlar olsa da (sendikasyon kredisi vadesinin uzun olması, kredi tutarının büyüklüğü ve kredi yapısının karışıklığı gibi faktörler sebebiyle) kredinin vadesinde geri ödenmeme riski olan kredi riski, sendikasyon kredileri için de söz konusudur. Bu riskleri değerlendirmek için kreditör bankalar derecelendirme (rating), kredi istatistikleri (yükümlülükleri yerine getirememe ve geri alamama riskinin tahmin edilmesinde kullanılmaktadır) ve sektörel trendler gibi temel göstergeleri değerlendirerek karar vermektedir (Köksal ve Ardiyok, 2019:13). Kredi kuruluşları tarafından aynı kredi derecesine sahip olmalarına ve aynı riski almalarına rağmen, büyük şirketler aynı risk kategorisindeki küçük şirketlere kıyasla önemli ölçüde daha düşük ücretlendirilir. Buna

karşılık, kredibilite seviyesi azaldığında, en yüksek riski olan büyük firmalar, küçük firmalara kıyasla ekstra prim ödeyerek pazara ulaşırlar.

Kültürel olarak daha uzak bankalar tarafından tahsis edilen sendikasyon kredilerinde, borçlulara daha yüksek faiz oranı ile daha küçük krediler sunulduğu ve üçüncü taraf garantisi talep edilme olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür (Giannetti and Yafeh, 2008:1).

Sendikasyon katılımcıları arasında yerel bankaların bulunmasının, sendikasyon kredisi spread'i üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı; yerel bankaların izleme kabiliyeti ve aynı ülkede bulunmanın, bilgi konusunda bir avantaj yaratmadığı tespit edilmiştir (Godlewski, Weill ve Fungáčová, 2009:13).

Sendikasyon kredileri büyük ve küçük finansal sistemlerde farklı bir rol oynamaktadır. Küçük piyasalarda, kredi sendikasyonları eksik kamu borç piyasalarının yerini alırken, büyük finansal piyasalarda kredi sendikaları düzenleyicilerin riski daha verimli bir şekilde yaymasını sağlamaktadır. Küçük pazarlar, dış finansmanı sınır ötesi aktarırlar ve büyük pazarlarda daha riskli projeler üstlenirler. Sonuç olarak, yabancı bankaların küçük pazarlardan büyük pazarlara karşı düzenlediği kredi sözleşmelerinin özelliklerinin önemli ölçüde farklı olduğu görülmektedir. Küçük ülkelerde pazar büyüdükçe borç verme daha rekabetçi hale gelmekte ve spreadler azalmaktadır (Haselmann ve Wachtel, 2009:14).

Bankalar (banka dışı borç verenler), daha fazla (daha az) şeffaf firmaya ve daha düşük (daha yüksek) kredi marjlarına borç vermektedirler (Daniels ve Ramirez, 2008: 2).

3.2.4. Katılımcıların Sorumluluğu

Sendikasyon grubunun oluşturulması esnasında katılımcı bankalar, her ne kadar borç talep eden kurum yerine grubu oluşturan lider banka ile muhatap olsalar da kredi sözleşmesi imzalandığında, gruptaki her bir banka borçluya doğrudan kredi vermiş olur. Yani, sendikasyon yolu ile verilen kredilerde, borçlu ile gruptaki bankaların her biri arasında iki taraflı borç-alacak ilişkisi doğar. Ortak kredi dokümantasyonu yolu ile sınırları belirlenen bu kredi ilişkisinin temel özelliklerinin başında her bir bankanın "*kendi katılım payından sorumlu olması*" gelir. Bir borç veren bir sendikanın üyesi olarak yükümlülüklerini yerine getirmezse, diğer sendika üyelerinin bu yükümlülükleri o borç veren adına yerine getirmek için yasal bir görevi yoktur. Krediyi sağlayan bankaların veya diğer kredi veren kuruluşların her birinin yükümlülükleri diğerlerinden farklıdır. Yani her bir kuruluş, kendi katılım payı oranında sorumlu olur. Katılımcı bankaların fon talep eden borçluya karşı yükümlülüğü müteselsilen değil, münferidendir.

Katılımcı bir banka taahhüt ettiği tutarı, katılımcılar tarafından oluşturulan ortak havuza aktarması ile sorumluluğunu yerine getirmiş sayılır. Borçlunun bir katılımcıya zamanında ödeme yapmaması durumunda ise tüm katılımcılara olan sorumluluğunu yerine getirmemiş sayılır. Bu işleyiş kredinin ödenmeme yaptırımını artıran ve katılımcı bankalar tarafından güvence olarak görülen bir durumdur. Bu uygulama uluslararası kredilerde borcun kabul edilmemesi durumunu olanaksız kılar. Bazı katılımcılar tarafından taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda ise düzenleyici maddeler işleme sokulur, anlaşmanın niteliğine göre lider banka tarafından bizzat ya da yeni katılımcı bulunması yoluyla taahhüt edilen miktar elde edilir.

3.2.5. Dokümantasyon

İkili (Bilateral) krediler için borçlu ve kreditör arasında yükümlülüklerin ve olası ihlallerde uygulamaya konulacak cezai müeyyidelerin bulunduğu hukuki metinler düzenlenmekte iken sendikasyon kredileri için tüm katılımcılarla ayrı ayrı anlaşma yapmak yerine tek bir “*ortak metin*” düzenlenir. Ortak metnin düzenlenmesi, istenen fon miktarına ulaşılmasını diğer kredi türlerine kıyasla hem daha hızlı hem de daha az masraflı hale getirir.

Dokümantasyon, sendikasyonun tüm katılımcıları tarafından kabul edilen niteliklere sahiptir, piyasada işlem gören standart maddeleri içerir, anlaşma metninin tabi olduğu ülke hukuk kurallarını karşılama kapasitesine sahiptir.

Kullanılan dokümantasyon, kredinin borçlu tarafından geri ödenmemesi durumu dışında borçlu ve borç verenler arasında çıkabilecek olası karışıklığı da ortadan kaldırır. Borçlunun iflası ve borcun ödenmemesi durumunda borç verenlerin haklarının finansal ve hukuki açılardan nasıl korunacağını düzenlemesini sağlar. Vade sürecinde kredinin ne şekilde yönetileceğini, ayrıca bir sorun oluşması durumunda nasıl bir işlem yapılması gerektiğini açıklar. Borçlunun kusuru veya karşılıklı kusur durumlarında nelerin sözleşmeyi bozacağını gösteren detayları kapsar.

Talep edilmesi durumunda dokümantasyona ek belgeler dâhil edilebilir. Dâhil edilen ek belgeler borçlanıcının borcu kabul ettiğine ve borcu geri ödemeyi taahhüt ettiğine dair bir delil niteliğindedir. Sendikasyona katılan sayısı arttıkça bankaların karşılaşılabilecekleri olası riskleri ortadan kaldırmak adına belgelerin içeriği genişleyebilir, belgelerin içeriğinin genişlemesi bir anlamda borçlanıcı üzerinde kontrol niteliği kazandırır. Ayrıca, düzenlenen sözleşmenin borçlunun ülkesinde icra edilebilir nitelikte olması gerekir. Bu nitelik borçlunun ülkesinin hukuki sistemi hakkında uzmanlaşmış bilgi gerektirir.

Sendikasyon sürecinde düzenleyici banka(lar) tarafından hazırlanan taslak kredi sözleşmesi önce borç talep eden kuruma gönderilir. Borçlunun görüşünün alınması, talep ettiği düzeltme ve eklemelerin yapılmasından sonra üzerinde anlaşmaya varılan taslak sözleşme potansiyel katılımcı bankalara gönderilir. Bu bankaların talepleri doğrultusunda revize edilen taslak sözleşmeye nihai hali verilerek tüm taraflar ile paylaşılır. Böylelikle kredi işlemine katılan tüm tarafların beklentileri ortak kredi sözleşmesine yansıtılmış olur.

Kredi anlaşmasının hazırlanması ve tarafların anlaşma metnine imzalarını koymaları ile anlaşma belgelenmiş olur.

Kredi anlaşmasının içeriği şu şekildedir (Apak: 1993:77-79):

- *Kredi Anlaşmasının Tarafları* (Borrower and Lenders): Taraflar ve statüleri belirtilir.
- *Anlaşmada Geçen Terimlerin Tanımları* (Interpretation): Anlaşmaya özgü terimlerin tanımlanması kredi anlaşmasının yorumlanmasını kolaylaştırır.
- *Miktar* (Amount): Kredi miktarının tamamı taahhüt edilmiş (fully underwritten, fully comitted) veya bir kısmı taahhüt edilmiş (partly underwritten) ya da hiçbir bölümü taahhüt edilmeden tamamen önder bankanın çabasıyla elde edilebilecek tutar (best effort basis) olabilir.
- *Amaç* (Purpose): Kredinin belirli bir amaçla mı alındığı yoksa genel amaçlı mı olduğu belirtilir. Kredi özel amaçla alınmak isteniyorsa başka bir amaçla kullanılmaz.
- *Finansman Aracı*: Tahvil, bono, para veya diğer menkul değerler olabilir.
- *Vadesi* (Maturity): Kısa, orta ve uzun vadeli olabilir.
- *Çekim Süresi* (Availability Period): Anlaşmanın imzalanması aşamasından sonra ne kadarlık bir süreçte kredinin çekilebileceği belirtilir.
- *Faiz Dönemi* (Interest Period): Kredi faizinin hangi aralıklarla ödeneceği belirtilir.
- *Geri Ödeme* (Repayment): Varsa, ödemesiz dönem ve kredinin kaç taksitle geri ödeneceği belirtilir.
- *Erken Geri Ödeme* (Voluntary Prepayment): Erken geri ödemeye izin verilip verilmeyeceği belirtilir. Genellikle kredi anlaşmalarında erken geri ödemeye izin verilmez. Daha iyi koşullarda kredi bulma olanağı var ise borçlu bunu ister.

Bu da kreditorlerin çıkarları ile çatışır. Ancak ya bir ceza karşılığında ya da belirli bir dönemden sonra erken geri ödemeye izin verilebilir.

- *İptal Durumu* (Cancellation): Borçlu herhangi çekim yapmadan belirli bir zaman önce haber vererek krediyi iptal edebilir. Böyle bir durum komisyon ödemesi gerektirir.
- *Ödeme Şekli*: Ödemelerin kime nasıl yapılacağı belirtilir.
- *Borçlunun Durumunda Ortaya Çıkabilecek Ani Değişiklikler* (Change In Circumstances): Vade sonunda borçlunun parayı geri ödeme ihtimalinin zayıfladığına ilişkin kanıtlar olduğunda, erken ödeme talebi gelebilir.
- *Ön koşullar* (Conditions Precedent): “Kredinin kullanımının sağlanması için gerekli her tür müsaade, ruhsat ve izin sağlanmış olmalı, peşin ödenmesi gerekli her türlü komisyon ödenmeli” koşullarının sağlanması gerektiği belirtilir.
- *Teminatlar* (Representations and Warranties): Borçlu krediyi sağlayabilmesine ilişkin hiçbir yasal engel olmadığına ve enformasyon memorandumunda kendisi ile ilgili bilgilerin doğru ve tam olduğuna ilişkin teminat verir.
- *Yükümlülükler* (Undertakings and Covenants): Kredinin vadesi boyunca borçlu mali yapısıyla ilgili bazı bilgileri, eğer olursa başka kredisinin ödemede gecikme durumuna ilişkin bilgiyi (Cross Default) ve buna benzer bilgileri kreditorlere iletme mecburiyetindedir. Ayrıca başkalarına kendi mal varlığı üzerinde izin verilenin dışında (Permitted Encumbrances) bir taahhütte bulunulmayacağını taahhüt eder (Negative Pledge).
- *Ödemede Gecikme Durumu* (Events of Default): Krediye ilişkin herhangi bir ödemenin gecikmesi ya da bir yükümlülüğün yerine getirilmemesi durumunda uyulacak hükümler belirtilir.
- *Tazminatlar* (Indemnities): Kreditorlerin borçlunun hatası sebebiyle zarara uğraması durumunda bu hataların ne şekilde tazmin edileceği anlatılır.
- *Uyulması Gereken Yasa ve Hükümler*: Anlaşmazlık durumunda hangi ülke yasalarına uyulacağı anlatılır.

Sözleşmeler, kreditorlere kolayca gözlemlenebilir kamuya açık bilgiler yoluyla borçlunun finansal durumunu izleme olanağı sağlayarak ve bir borçlunun kötü performans göstermesi durumunda müdahale etme hakkını vererek kredi satışlarındaki ajans sorunlarını azaltmaya yardımcı olmaktadır. Sözleşmeler, kreditorlere borçlunun ya iyi taranmadığı ya da

özel olarak kötü olduğunun bilinmediği bir kredi olarak verilmesine karşı koruma sağlayarak olası kayıpları sınırlandırmayı temin eder (Drucker ve Puri, 2007:28).

Müzakereler süreci ile oluşturulan kredi sözleşmeleri üzerine şekillendirilen sendikasyon kredileri, tarafların bakış açılarına, ihtiyaçlarına ve piyasa koşullarına cevap verecek esneklikte olup, içerikleri değiştirilebilir.

Tarafların anlaşması durumunda ise borç, anapara ve faiz ödemeleri geciktirilebilir, sözleşme ilk anlaşılan vadeye göre uzatılabilir (Yılmaz, 2003:147).

Sendika üyeleri, tesisin ömrü boyunca sözleşme ilişkilerini yöneteceğini bilerek, borçlunun ve tüm borç verenlerin taraf olduğu ortak belgeleri kabul eder. Bununla birlikte, borç verenlerin taahhütlerinin çeşitli doğası nedeniyle, bu ortak belgeleri kabul eden borç veren, kredi sözleşmesinin ihlali durumunda bir borçluya dava açma nihai bireysel hakkından mahrum değildir (Campbell ve Weaver, 2013:24).

3.2.6. Açıklık

Genel olarak krediler, işleyiş şekli ve düzenleyici otoritelerin koyduğu kurallar gereği müşteri ile bankası arasındaki gizlilik unsuru yoğun olduğu bir ürün olup, bankaların varlıkları arasında normal koşullarda en büyük paya sahip enstrüman olarak öne çıkar ve bankacılık sisteminin dayandığı kalıcılık zeminin en güçlü bileşenini oluşturur.

Sendikasyonların ilk ortaya çıkış sürecinde kredi işleminde gizlilik temel prensip iken daha sonraki süreçlerde hem borçlu hem de kreditor taraflar için itibar sermayesini arttırıcı bir pazarlama faktörüne dönüşmüş ve sendikasyon kredileri kamuoyunda duyurulmaya başlanmıştır (Sakarya ve Sezgin, 2015:6).

Sendikasyon kredileri, hacimlerinin büyük olması, çok sayıda bankanın krediye katılması ve farklı dağılıma sahip olması nedenleriyle borçlu faaliyetlerinin sürdürülmesine katkı sağlayan fonun önemli bir bölümünü meydana getirir. Bundan dolayı da borçluların çoğunluğu, kredinin piyasada bilinmesinden faydalanmak ister. Bir borçlu lehine bilhassa tanınmış bankaların oluşturduğu bir şirketler birliğince montanlı bir sendikasyon kredisinin verilmiş olması, o borçlu açısından itibar ve kredibilitesini arttırıcı bir durum olarak kabul edilir. Bu nedenle anlaşmaya ait meblağ, vade, faiz oranı, katılımcı banka sayısı ve lider banka gibi bilgiler çeşitli medya kaynakları vasıtasıyla kitleler ile paylaşılır (Parasız, 1997:606).

Borçlanma sözleşmesinin tamamlanmasından sonra bir krediyi en belirgin şekilde duyurmanın yolu ilanlardır. Bu ilanlar genellikle finansal gazete ve dergilerde yayınlanma

şeklinde yapılmakta; bu ilanlarda borçlanmanın büyüklüğü, para birimi, sendikasyon yöneticisi ve katılımcı bankalar gibi bilgilere yer verilmektedir.

Bürcü (2015), 14 bankanın ilan edilen 264 adet sendikasyon kredisi kullandırım haberlerini, Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP)’dan temin ederek; ilan sebebi, adet ve miktarlarına göre dağılımı ile ilan tarihi sonrası belirli periyotlarda hisse senedi getirilerini incelemiş ve ilanlara yatırımcıların tepki gösterdiklerini saptamıştır.

Godlewski (2014), uluslararası kreditörler tarafından finanse edilen büyük borçlar alan büyük firmalara yönelik banka kredisi duyurularının, kriz sırasında bile borç alanın değerine katkıda bulunmuş olduğunu göstermiştir.

Casalaro, Focarelli ve Pozzolo (2010), sendikasyon kredisi kullandırımı, yeni banka finansmanı veya kredi yenileme işlem ilanlarının, firmaların hisse senedi fiyatlarına olumlu tepki vermesinin, bankaların benzersiz yeteneklerinin dolaylı bir kanıtı olduğunu tespit etmişlerdir.

3.3. Sendikasyon Kredilerinin Organizasyonu: Roller ve Görevler

Tek bir kreditör yerine sendikasyon kredisini sağlamak üzere bir araya gelen birden fazla kreditör söz konusudur. Sendikasyon işlemlerinde kredi verenler, kredi tesisine ortak hüküm ve koşullarda katılmayı kabul eder, ancak bu katılım eşit miktarda olmak zorunda değildir. Kreditörlerin bu grup içerisinde katılım paylarına göre değişik fonksiyonları olabilir.

Sendikasyonlar daha iyi durum tespiti ve izleme çabalarını kolaylaştırmak için yapılandırılmıştır (Chen, 2013, 5). Katılım miktarlarının farklı olması, bankaların sendikasyondaki statülerinden anlaşılır (Parasız, 1997:605).

Borçlanıcı hakkında bilgi kitapçığı (information memorandum) hazırlanması, banka ve fon kuruluşlarının sendikasyona davet edilmesi, imza töreni hazırlıkları ve kredinin ilan edilmesi gibi görevleri üstlenirler.

Sendikasyon kompozisyonu ve organizasyonu sendikasyon süreci boyunca önemli bir husustur. Borçlu ve borç verenler veya düzenleyiciler arasındaki geçmiş ilişkilerin daha hızlı sendikasyon sürecine izin verdiği; dolayısıyla, ilişki bankacılığı avantajlarının aynı zamanda sendikasyon kredileri için de geçerli olduğu, “ilişki sendikası üyeleri” varlığının bilgi asimetrisini ve ajans sorunlarını azalttığı, sonuç olarak daha hızlı bir sendikasyona olanak tanıdığı kabul edilir. Hızlı bir sendikasyon süreci için gerçekten önemli olan, saygın uluslararası

düzenleyicilerin varlığı ve geçmişte bir borçlu için anlaşma sağlayan çok sayıda kredi veren ve düzenleyiciye sahip sendika yapısıdır (Godlewski, 2010:63).

Sendikasyon kredilerinde görülen roller ve fonksiyonları şu şekildedir:

3.3.1. Lider Yönetici/Düzenleyici

Sendikasyon kredisini gerçekleştirmek amacı ile fon talep eden borçlanıcıdan yetki alırlar. Lider aranjör katılımcılar adına borçlu üzerinde kredibilite tespiti için ticari, mali ve yasal kontroller yapar. Bankaların sendikasyona daveti, imza töreninin hazırlığı, kredinin gerçekleştirildiğinin ilanı gibi görevlerin çoğunluğunu gerçekleştirirler. Sendikasyonlardaki lider bankalar, katılımcı bankalara kredi bilgileri ve kredi belgeleri sağlamakla sorumludurlar (Simons, 1993:46). Bu roller aynı banka veya birden fazla borç veren tarafından gerçekleştirilebilir (Mutambatsere ve Arvanitis, 2012:2). Eğer birden fazla lider finansal kurum olacak ise bunların farklı piyasalardan itibarı yüksek, deneyimli bankalar olmasına özen gösterilmelidir ki böylelikle uluslararası finansal pazarların büyük bölümünün kapsanması ve değişik pazarlarda faaliyet gösteren bankaların sendikasyona katılmaları sağlanmış olur (Akgüç, 2013:449).

Uluslararası büyük yatırım bankaları genel olarak lider/yönetici rolünü üstlenir. Lider finansman kurumu seçimi, sendikasyon kredi seçimi için büyük önemdedir. Lider finansman kurumu olan önder banka (lead manager); tanınan, yüksek itibara sahip, diğer kreditor bankalar ile iyi ilişkiler kurabilen, kredinin coğrafik bölgeler itibarıyla dağılımını sağlayabilecek büyük bir banka olmalıdır.

Lider bankanın etkinliği ve bu etkin lider banka ile borçlunun daha önce sendikasyon sürecine katılmış olması durumu, borçlu açısından faiz oranını düşürücü bir etki meydana getirecektir (Casolaro, Focarelli ve Pozzolo, 2007:27).

Saygın lider bankalar, daha büyük, daha yaygın sendikalar oluşturur; itibar oluşturma ve sürdürme, geniş bir temas ağı ve sık sık tekrarlayan iş gerektirmektedir (Mullineaux and Lee, 2001:26).

Bir sendikasyonda lider düzenleyici görevlendirilmesi, kredi verenlerin pazar payını artırmak, uzmanlık kazanmalarını sağlamak hem faiz hem de geleneksel olmayan ücretlerle kârlılığı artırmak ve borçlu ile yeni iş ilişkileri geliştirme açısından fayda sağlar (Enkhtaivan, 2016, 93).

3.3.2. Yöneticiler ve Yardımcıları

Yöneticiler, fonksiyonel olarak katılımcılardan hiçbir farkı olmayan, ancak yüksek tutarlı sendikasyon kredilerinde katılımcılardan daha fazla finansman sağlayan bankaları ifade eden bir unvandır. Lider banka, en yüksek katılım miktarına sahip olan yönetici bankaların, bu kategoriye sahip olabilmeleri için sağlamaları gerekli olan en alt katılım miktarını belirler.

Yardımcı yöneticilerin katılım miktarları ise yöneticilerinkinden daha az iken diğer katılımcılardan daha yüksektir. Sendikasyon kredilerinde bu statüye sahip bankalar için de krediye katılım tutarları önceden belirlenir.

3.3.3. Yükleniciler

Yükleniciler, düzenleyici/lider bankanın içinde olduğu bir grup bankaya ve daha sonra diğer yöneticilere ve katılımcılara, kredi tutarının tamamını veya bir miktarını satmak üzere taahhüt ederler. Taahhüt tutarının bir miktarını satarlar. Taahhüt tutarı ile satış tutarı arasındaki farkı üstlenirler. Böylece ya az miktarda borç vermiş olurlar ya da hiç vermemiş olurlar.

3.3.4. Katılımcılar

Sendikasyon grubuna katılımı onaylayan, sendikasyon grubu içerisinde finansman payı en düşük olan ve paylarına düşen miktarın finanse edilmesi dışında başka görevi olmayan kurumlardır. Yani kreditor olarak sendikasyona katılıp diğer sınıflara dâhil olmayan kurumları içerir. Kredinin sağlanmasını taahhüt etmiş yüklenici bankalar, taahhütlerinin bir kısmını bu gruptaki bankalara satarlar. Katılım tutarları, yönetici ve yardımcı yönetici olan kuruluşlara göre oldukça düşüktür ve kendi aralarında farklılık gösterebilir. Sendikasyon kredilerinin düzenlenmesinde katılımcı bankaların sayısı, kredinin büyüklüğü ve düzenleyici bankanın izlemek istediği sendikasyon stratejisine bağlıdır.

3.3.5. Ajan Banka

Sendikasyon kredilerinde genellikle lider banka, ajan banka görevini yerine getirir. Görevi, kredi anlaşması imzalandıktan sonra başlar ve vade sonuna kadar devam eder. Acente bankasının görevi, kredi verenler için aracı olarak hareket etmek, ilgili belgeler uygulandıktan sonra kredi tesisinin tüm yönlerini koordine etmek ve yönetmektir.

Sendikadan borçluya para verilmesi ve ayrıca borç verenler adına borçludan paraların (esasen taahhüt ücretleri, ön uç ücretleri, faiz ve anaparanın geri ödemeleri) tahsil edilmesi; borçlu tarafından talep edilen kapanış sonrası feragatleri veya değişikliklerin iletilmesi ve

bunların sendika üyeleriyle müzakere edilmesi de sorumlulukları arasında yer alır (Campbell ve Weaver, 2013: 23).

Ajan banka, sözleşme şartlarının yerine getirilip getirilmediğinin takip edilmesi, borçlanıcı ile diğer bankalar arasında koordinasyon sağlanması, ödeme ve geri ödemelerde borçlu ile kreditorler arasında aracılık yapılması, muhasebe vb. kayıtların tutulması ve taraflarına bilgilendirme yapılması, kredinin kapatılması gibi pek çok operasyonel görevleri üstlenir. Ajan banka bu faaliyetleri yürüttüğü için ek komisyon kazanır.

3.4. Sendikasyon Kredi Türleri

Sendikasyon kredi piyasasında borçluların ihtiyaçlarını karşılamak ve piyasada meydana gelen değişikliklerden yararlanmak amacı ile birçok araç kullanılmaktadır (Başar, 1996, 116). Farklı kredi türlerine uygulanabilecek bir teknik olması nedeni ile sendikasyon kredilerinin sınıflandırılmasında genel kabul görmüş bir standart bulunmamaktadır.

3.4.1. Vadeli Krediler (Term Loan)

Vadeli kredi, kararlaştırılan bir tarihe kadar tam olarak geri ödenecek belirli bir miktar para içindir. Borçlu genellikle kullanılabilirlik süresi boyunca tek bir miktarda veya dilimler halinde para çekme hakkına sahiptir. Kredinin geri ödemesi, kararlaştırılan bir geri ödeme takvimi takip edebilir veya kredinin son vadesinde tek bir tutarda olabilir. Geri ödemesi yapılan ya da erken ödemesi yapılan tutarlar borçlu tarafından tekrar alınamaz (Akgüç, 2013:451). Borçlu için getirilmiş olan kısıtlama, vadeli kredi ile rotatif kredi borçlanma arasındaki ana farklılığı oluşturur (Bayar ve Başar, 1999:26-28).

3.4.2. Çevrilebilir Krediler (Revolving Credit Facility)

Çevrilebilir kredi, borçluya belli bir süre içinde belli bir tutara kadar, isteğe bağlı olarak kredi kullanma, geri ödeme ve yeniden kullanma hakkını sunan esnek kullanımlı kredi türüdür. Borçlanıcıya mutabık kalınmış en yüksek miktarda, kredinin belirlenmiş bir zaman dilimi boyunca sunulması sağlanır; kredinin tek seferde çekilmesi, geri ödenmesi ve tekrar çekilmesi mümkün olabilmektedir. Bu sayede borçlanıcı kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Kredinin nakden kullanılan bölümü için faiz ödenirken, kullanılmayan bölümü için taahhüt komisyonu (commitment fee) ödenmektedir (Akgüç, 2013:451). Kredinin esnek yapısı, kredinin ömrü boyunca geçerli olmakla birlikte bazen de belirli bir dönem uygulanabilir niteliktedir.

3.4.3. Destek Kredisi (Stand-by Facility)

Stand-by kredi, bir banka tarafından müşterisine ya da diğer bir bankaya belli bir süre içinde veya belli bir miktara kadar kullanılmak üzere verilen kredidir. Sendikasyon kredi piyasasında yaygın olarak kullanılır. Rotatif kredinin farklı bir uygulamasıdır. Bu kredi türünde, fonlar borçlunun kullanımı için hazır tutulmakla birlikte hazır tutulan bu fonların borçlu tarafından çekilmesi mecburi değildir. Böylece borçluya diğer kaynaklardan sağlayabileceği fonları elde edemezse, sendikasyon yoluyla stand-by şeklinde fon sağlayabileceği garantisi verilir. Başlangıç aşamasında rotatif krediden farklılık gösteren stand-by kredide, borçlunun bu krediyi kullanmayacağı beklenir. Borçlunun kredi değerliliğini arttırmada stand-by kredinin hiçbir değeri yoktur.

3.4.4. Destek Akreditifi (Stand-by Letter of Credit)

Stand-by kredi mektubu, bir bankanın bir yükümlülüğünü yerine getirmemesi ya da bir borcun ödenmemesi durumunda, lehtarın talebi üzerine belli bir miktardaki bir parayı gayri-kabili rücu olarak ödeyeceği taahhüdünü içeren mektuptur. Stand-by akreditif, borçlunun ikinci şahıslarla olan ilişkilerinde, kredi riskinin bankalar tarafından üstlenilmesi bakımından stand-by kredilerinden farklılık gösterir. Bu kredi türünün düzenleniş amacı, tek başına borçlunun riskini kabul etmeyen ancak stand-by kredi mektubu yoluyla, bu riski kabul etmeye hazır olan ve borçlunun normal şartlarda elde edemeyeceği fon kaynaklarından kredi sağlanmasıdır.

3.4.5. Öncelikli Borç/Asma Kat Finansmanı (Mezzanine Finance)

İlk öncelikli kredi/borç, borçlunun temerrüde düşmesi halinde kreditorün alacaklı sırasının ilk başında yer almasını sağlayan kredidir. Asma katın zemin kat ile ilk kat arasında yer alması gibi borçlu temerrüde düştüğünde kreditor, sermaye sahibi hissedarlardan önce, bankalar ve diğer alacaklılardan sonra alacaklarını almaktadır. Normal banka kredilerinin alacak öncelikli olması sebebiyle asma kat finansmanı krediler, daha riskli bulunması sebebiyle bankalar tarafından tercih edilmezler, daha çok banka dışı finans kurumları (risk sermaye ortaklıkları gibi) tarafından sağlanır. Yüksek maliyet içermekte olup, genelde yönetim satın almalarında (management buyout) finansman paketlerinin içinde yer alır.

3.4.6. Geri Dönülemez Krediler (Non-resource Loans)

Finansal açıdan güçlü, güvenilir ve itibarlı firmaların üstlenecekleri projelerin finansmanı için kullanılır, proje başarısız olursa kredi anlaşması kreditorlere söz konusu firmaya geri dönme hakkı tanımaz, proje kapsamındaki varlıklar sendikasyon katılımcılarına güvence olarak sunulurlar.

3.4.7. Süresiz Sendikasyonlar (Evergreen Facility)

İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması gibi spesifik herhangi bir amaç olmaksızın sağlanan ve yıllık olarak gözden geçirilen sendikasyonlardır. Gözden geçirme sırasında kreditorler borçlu temerrüde düşmediyse en az 1-2 sene önceden haber vermeksizin krediye son veremezler. Borçlanıcıların kaynak gereksinimlerini yeniden düzenleyebilecek yeterli vakit tanınması amacıyla haber verme süresi uzun tutulmaktadır. Temerrüt halinde kredi hemen sonlandırılabilir. Anlaşma hükümleri genel olarak borçlanıcıya sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesinde fazla alan tanımaz. Böylece kreditor göreceli olarak riskini azaltabilmektedir.

3.4.8. Karma İşlemler (Hybrid Transactions)

Sendikasyon kredilerinde faiz oranı değişkendir ve bu oran kredi sözleşmesinin şartlarına göre periyodlar halinde belirlenir. Bu tür kredi işlemi ile sağlanan fonlar, borçlunun ihtiyacına göre faiz swapı, para swapı ve opsiyon gibi çeşitli finansal araçlarla birleştirebilir. Karma işlemler, sendikasyon yoluyla fon sağlayan bir borçlunun geri ödemede karşılaşabileceği olası kur risklerini önlemek amacı ile gerçekleştirdiği işlemlerdir. Para takası (currency swap) ve faiz oranı takası (interest rate swap) karma işlemlerin yaygın olarak kullanılan türleridir.

3.4.9. Proje Finansmanı Sendikasyonları

Bir varlık üretilmesi amaçlı temin edilen ve kredi geri ödemesinin projelendirilen ilgili varlıktan sağlanacak nakit akımı aracılığı ile yapılan uzun vadeli kredileri ifade eder. Genel olarak şeffaf bir nakit akımına sahip, sermaye yoğun, uzun dönemli ve şartların detaylı olarak belirlendiği anlaşmalarla sağlanan kredilerdir. Proje finansmanına hidroelektrik santrali, köprü inşası gibi örnekler verilebilir.

Proje finansmanı kredilerinde, kreditorlerin karşı karşıya olduğu en büyük sıkıntı, finansman teklifinin dayanağını oluşturan öngörü ve varsayımların yanlış ya da eksik çıkabilme olasılığının olabilmesidir. Proje maliyet hesaplamalarında, hata yapılması ve maliyetin olması gerekenden fazla çıkarılması veya kredilerin bazı hususlarında hızlı değişikliklerin yapılması olasılığı da yüksektir. Bununla birlikte, projenin tamamlanması sonrası hayata geçirilmesi ile sağlanan gelir beklenen gelirden daha az olabilmektedir. Bu şekildeki durumlarda, sendikasyon katılımcılarının hızlı karar vermesi büyük önemde olup, sorun çıkarma olasılığı olan bazı bankaların kapsama alınmadığı bir tercih sürecinden geçilir ya da sorun çıkarma ihtimali olan üyelerin katılım tutarlarının, diğer sendikasyon üyeleri tarafından ödemesi yapılarak kapsam dışında olmaları sağlanabilir.

3.4.10. Uçak ve Gemi Finansmanı Sendikasyonları

Uzmanlık gerektiren ve uzun vadeli bir finansman alanı olup, bir taşıma aracı için proje finansmanı yapılmaktadır. Genel olarak kreditorlere geri dönülemez ya da kısıtlı geri dönüş imkânı tanıyan bu proje finansmanı ile özel amaçlı araçların oluşturulması ile hayata geçirilmektedir. Genel olarak vadesi uzun, bazı durumlarda üçüncü taraf garantili ve hukuki şartların fazlaca bulunmadığı kredi anlaşmalarıdır ve bu tür sendikasyonlar genel olarak sabit faizli olarak düzenlenmektedir.

3.5. Sendikasyon Yapılış Yöntemleri

Sendikasyon grubu yapısına ilişkin özellikler hangi tür kurumların (ticari banka, yatırım fonu, sigorta şirketi, yatırım bankası, emeklilik fonu vb.) katılımcı olarak katıldıkları, kaç kreditorün borç vermek üzere bir araya geldiği, katılımcı kreditorlerin faaliyet gösterdikleri ülke ve sektörler, kreditorlerin finansal büyüklükleri gibi özellikleri sendikasyon grubu kapsamında ele alınan konulardır. Sendikasyon grubu yapısına ait hiyerarşik bir düzenin olması ve bu düzenin katılımcı kreditorlerin toplam finansman içerisindeki payları ve üstlendikleri görevler ile belirlenmesi diğer önemli özelliğidir. Grup içerisinde görevlerin yerine getirilmesinde birden fazla banka görev üstlenebilir. Ayrıca, lider banka(lar)ın sendikasyon görev dağılımında sorumluluğunu belirleyen diğer önemli husus *hangi aracılık yüklenimi ile yerine getireceği* konusudur.

“*Endikatif teklif*”, tam bir teklif sayılmaz, hüküm ve koşullar genel olarak belirlenir. Teklifi gönderen bankayı teklifteki hüküm ve koşulların aynen uygulanması ve kredinin sağlanması için taahhüt içine sokmaz. Borçlu, piyasaya çıktığı zaman karşılaşacağı teklifler hakkında bilgi sahibi olmak isterse, bu teklifle borçluya sendikasyon kredileri için piyasada uygulanan hüküm ve koşullar uygulanır. Teklifi götüren banka bu teklifi yalnızca müşterisini bilgilendirme amaçlı ilettiğini ve sendikasyonda bulunmayacağını bildirebilir. Kredi ile ilgili sınırlamalar genel olarak bildirilir. Endikatif teklif söz konusu ise alıcıya açıkça bildirilmelidir (Parasız, 1997: 607).

Lider banka, garantili yüklenim (firm-commitment) ve garantisiz yüklenim (best efforts commitment) olmak üzere iki tür yüklenim taahhüdü (underwriting commitment) yapabilir. Lider banka, garantili yüklenim için kredinin tamamına ya da bir kısmına sağlanması için garanti verir (Armstrong, 2003: 7).

“*En iyi çaba bazlı sendikasyonlar*” (best effort), hüküm ve koşullar sağlanmak için yapılır, endikatif teklifin zıddıdır. Düzenleyiciler tarafından borçlanıcıya, en iyi çabanın

sergilenecek kredi tutarının sağlanacağını, böylece sendikasyonun tesis edileceğinin taahhüt edildiği ancak garanti edilmediği sendikasyonlardır (Parasız, 1997: 608). Fonu, piyasadan belli hüküm ve şartlarla temin etmek için yapılan ancak fonun belirtilmiş hüküm ve koşullarla piyasadan temin edilebilirliği kat'i olmayan, teklifi yapan bankanın borçlu lehine krediyi sağlamak için piyasaya çıkacağını ve bu amaçla tedbirli olduğunu belirttiği sendikasyonlardır. Ancak eğer piyasada yeterli katılım sağlayamazsa, teklif veren banka tarafından kredi garanti edilmediğinden borçlu krediyi alamaz. Bu nedenle böyle bir teklif yapıldığında, Best Effort olduğu açıkça belirtilmelidir. Best Effort teklifi, belirsizlikler içermesine karşın bazı borçluların bunu seçmesinin en önemli sebebi maliyet faktörüdür. Tamamıyla taahhüt edilmiş krediler için “underwriting komisyonu” alınması sebepli borçlu açısından maliyet artar. Eğer borçlunun piyasada bilinirliği ve kredibilitesi yüksek ise piyasada krediye gösterilecek ilgi düşüncesi ile underwriting komisyonu ödemek yerine fonun sağlanmama riskini üzerine almayı tercih edebilir. Maliyet açısından garanti edilmiş sendikasyon kredilerine göre daha avantajlıdır (Sarigül, 2015: 118).

“Aracılık yüklenimi yaklaşımı teklifi” (underwriting transactions), kredi tutarının tamamının, üzerinde mutabakat sağlanan anlaşma koşulları çerçevesinde borçlanıcıya sunulmasının lider banka tarafından garanti edildiği ve dolayısıyla belli bir miktardaki kredinin önceden kesinleştiği sendikasyonlardır. Tüm kredi riski ve sendikasyon sürecinin yürütülmesi garanti edilir. Eğer borçlunun talep ettiği kredi tutarının tamamı teklif aşamasında taahhüt edilmişse bu teklif “*fully underwriting*” tekliftir. Taahhüt talep edilen miktar, kredi miktarının bir kısmını kapsamakta ise “*partly underwriting*” teklif söz konusudur. Düzenleyici(ler), sağlanan garantiye bağlı olarak, borçlanıcıya garanti edilen tutara piyasa talebinin ulaşmaması durumunda sendikasyon sürecinin yönetilmesi ve fark tutarın sağlanması zorunluluğunu yüklenirler (Parasız, 1997: 608). Hukuki süreç hızlıca halledilip anlaşma gerçekleştirilir, sonrasında lider banka sendikasyon için katılımcı arayışına başlar. Lider bankanın garanti vermesinden dolayı süreç çok hızlı işleyeceği için borçlanıcı tarafından kredinin kısa süre içinde realize olma ihtiyacı durumunda tercih edilmektedir. Bu yöntem diğer seçeneğe göre borçlu için daha maliyetlidir.

Garantisiz yüklenim taahhüdünde lider banka, kredi sendikasyonunu iptal etme hakkını elinde bulundurur. Diğer taraftan, lider banka garantili yüklenim taahhüdünde bulunduğu, yatırımcı adayları ile yapılan görüşmeler neticesi hedeflenen kredi dilimini sağlayamaz ise fonlamayı planladığı tutardan daha yüksek montanda bir krediyi fonlamak mecburiyetinde kalabilir ki bu durum da finansal kayıpları beraberinde getirebilir.

3.6. Sendikasyon Kredilerinde Süreç

Sendikasyon kredileri ayrı bir kredilendirme sürecine tâbi olup, tüm dünyada özellikli ve ayrıcalıklı krediler olarak bilinir. Sendikasyonun 3 temel aşaması vardır: İlk aşama “*vekâlet öncesi aşama*”dır. Vekâlet öncesi aşamada işlemin ayrıntıları müzakere edilerek son hale getirilir. Vekâlet öncesi dönem, genellikle 1 ay-1 yıl arasında bir zaman sürecini içermektedir. İkinci aşama “*vekâlet sonrası aşama*” ise sendikasyonun gerçekleştirildiği aşama olup, kredi antlaşması müzakere edilir ve kapanışla veya imza seremonisi ile sonlandırılır. Bu süreç neredeyse 6-8 hafta arasında bir süreye karşılık gelir. Üçüncü aşama “*imza sonrası aşama*” olup, 6 ay-20 yıl aralığında bir süreyi kapsayabilmektedir. Bu aşama kredinin vadesine kadar geçerli olan dönemi kapsar.

3.6.1. Vekâlet Öncesi Aşama

“*Vekâlet öncesi aşama*”, sendikasyon kredisinin zemininin kurulduğu, taraflarının saptandığı ve rotanın oluşturulduğu aşamadır. Borçlunun ihtiyacının nitelendirilmesi ve biçimlendirilmesi kapsamında borçlunun stratejisi, projeleri, bilanço yapısı ve sektörel koşullar gibi datalara bağlı olarak borçlunun talep ettiği finansmanın içerik ve koşulları belirlenir; görüşmeler neticesinde genel bir özetleme ile borçlunun belirtilmiş olan gereksinimlerine uygun olacak finansman miktarı ve bu finansmanın ne kadarlık kısmının mevcut piyasa koşulları kapsamında sendikasyon kredileri vasıtasıyla sağlanabileceği taraflarca belirlenir. Alınacak sendikasyonun kapsamı oluşturulurken borçlunun sağlanacak sendikasyon kredisini kullanım amacı da açık bir duruma getirilir. Piyasadaki risk ve likidite durumu, borçlunun itibarı, geçmiş ödeme performansı, kredinin kullanım amacı ve fiyatlaması gibi unsurlar dikkate alınarak vade yapısı belirlenir. Borçlular ise aynı sektördeki borç alan emsal firmaların borçlanma maliyetlerini, piyasa koşullarını ve temin etmeyi planladıkları tutarı göz önünde bulundurarak kreditorler ile görüşür ve bu şekilde fiyatlama belirlenmiş olur.

Piyasa koşullarına ve kredi kullanıcısının ihtiyaçlarına göre, kredinin koşulları esnek olarak belirlenmektedir. Sendikasyon kredilerinin tekdüze, standart bir şekli yoktur. Krediler vade, faiz yükü, para cinsi, geri ödeme koşulları açısından farklılık göstermektedir. Ayrıca borçluya çeşitli opsiyonlar tanınarak, koşullar daha esnek hale getirilebilmektedir (Akgüç, 2013:448).

Vekâlet öncesi aşamanın süreçleri aşağıdaki şekildedir:

3.6.1.1. Teklif

Sendikasyon kredisinin ilk aşaması tekliftir. Sendikasyon kredilerinde süreç, teklifin borçluya iletilmesiyle başlar. Banka, teklifini borçluya yazılı olarak bildirir. Temin edilmesi planlanan kredinin miktarı, kredinin kullanım amacı, faiz oranı, finansman aracı, vadesi, faiz dönemi, çekim süresi, borçlunun ödeyeceği komisyonlar ve ücretler, erken geri ödeme, geri ödeme kredi anlaşmasında yer alabilecek diğer bazı özel bazı koşullar borçluya gelen teklif yazısının içerdiği unsurlardır.

Verilecek teklif açık ve anlaşılır olmalıdır. Teklif kabul edilmez ise koşulları üzerinde pazarlık ve değişiklikler yapılabilir, ancak yetki mektubuna konulan maddeler bir daha tek yanlı olarak borçlu veya teklif veren grup tarafından değiştirilemez (Parasız, 1997: 608).

Teklif aşağıdaki nedenlerle ortaya çıkabilir:

- Banka, müşterisinin planlarını ve finansman ihtiyacını bildiğinden müşterisine kendiliğinden kredi teklifi götürür.
- Müşteri bir bankadan/bankalardan teklif ister. Gelen teklifler arasından kendisine uygun olanını seçer.
- Piyasadaki fon fazlasını değerlendirmek isteyen bir banka/mali kurum, borçlu olmak isteyecek kuruluşlarla temasa geçebilir.

Geçerlilik süresi, piyasadaki olumsuz değişiklikler ve borçlunun piyasaya çıkmaması teklif verilirken dikkat edilmesi gereken konulardır. Hiçbir teklifin süresi (özellikle underwriting ise) açık olmamalıdır. Sürekli değişen piyasa koşullarında hiçbir banka, geçerlilik süresinin bitiş tarihi belli olmayan bir teklif vererek risk altına girmek istemez. Tekliflerin geçerlilik süresi genellikle teklif yapıldıktan sonraki bir aydır. Teklifin geçerlilik süresinde piyasayı olumsuz yönde etkileyebilecek değişiklikler gerçekleşebilir. Banka, böyle bir durumda kredi koşullarını değiştirebilme veya çok zorlanırsa teklifi geri çekebilme hakkını kendine verecek bir madde koymalıdır. Borçlu, teklif veren bankaya kendi adına piyasaya çıkma yetkisi verdiği takdirde, kredinin düzenlenmesi tamamlanana kadar başka bir kredi için aynı anda piyasada olmamalıdır. Borçlu başka bir kredi için fon arayışına girerse her bir kredinin düzenlenmesi ve fonun bulunması tehlikeye girebilir. Düzenleyen bankalar sendikasyona katılacak kredi verenler bulabilmek için rekabet içine girebilir.

Sendikasyon kredisi teklif sürecinde, tekli teklif ve çoklu teklif verme şekli söz konusudur. *Tekli teklif*, kreditorün vekâleti alması sonrasında komisyon paylaşımı, garanti

verecek banka gruplarının düzenlenmesi, bankalar arasında rol paylaşımı gibi hususlarda tek belirleyici olunabilmesi sebeplerinden dolayı bankalarca daha çok tercih edilmektedir. *Çoklu teklif* ise, önemli tüm hususların müzakere edilmesi, katılımcıların onayından geçirilmesi ve görev paylaşımı gibi belirli konularda bankalar arası yarışın sert olması gibi sebeplerden dolayı bankalar tarafından daha az tercih edilmektedir.

3.6.1.2. Yetki Verilmesi

Sendikasyon kredisi temin etme arayış süreci içerisinde olan potansiyel borçlu, lider banka adayları tarafından önerilen finansman teklifleri içerisinde en elverişli olanı tercih eder, lider banka ile (veya var ise diğer lider bankalara) yetki mektubu (mandate letter) imzalar, lider banka yetkilendirilir ve bu süreç başlar.

Gelen teklifler borçlu tarafından incelenir. Hangi teklifin daha uygun olacağına karar verilirken toplam maliyet en önemli unsurlardandır. Maliyete ilaveten önder bankanın daha önceki performansı, fonların zamanında ve söz verilen tutarda sağlanabilmesi, işlemlerin düzenli bir şekilde yerine getirilmesi de önemli diğer unsurlardır.

Borçlu, alternatif teklifler arasında bir karar vermek için teklif veren bankalarla tekliflerindeki bazı hüküm ve koşullar üzerine pazarlık yapabilir, maliyet unsurlarında indirim talep edebilir. Kredinin işleyişinde borçlu için zorluk çıkarabilecek maddeler kaldırılabilir ya da borçluya kolaylık sağlayabilecek yeni maddeler eklenebilir.

Pazarlık sonucunda borçlu taraf, kendi lehine düzeltmeler yaptırabilirse hem krediyi daha ucuza alabilir hem de piyasadaki itibarını artırabilir. Pazarlıklar sonucunda borçlu, kendisine en uygun teklifi veren bankaya sendikasyonu başlatması için yetki (mandate) verir. Yetki, yazılı olarak verilir, üzerinde anlaşılmış hüküm ve koşulların tamamını içerir. Yetki verilen banka, artık düzenleyici (arranger) olarak bilinir. Yetki mektubu, düzenleyici ile borçlu arasındaki sözleşmedir ve ikisinden biri tarafından tek taraflı olarak değiştirilemez. Yapılmak istenen bütün değişiklikler borçlu ile düzenleyen bankanın anlaşması sonucu yapılabilir.

Yetki verilmesinden sonra düzenleyici bankanın, borçlu tarafından verilen yetki süresi içerisinde çalışmalarını tamamlaması gerekir. Önder banka, sendikasyona dâhil olacak bankalarla irtibata geçerek borçluyu tanıtıcı bilgileri içeren bilgi kitapçığını ve teklifin ayrıntılarını bildirir. Sendikasyona katılım teklifinin kimlere yapıldığını ve ne cevap alındığını belirten durum raporlarını borçluya iletir.

3.6.2. Vekâlet Sonrası Aşama

“*Vekâlet sonrası aşama*”, yapılan planlamaların yerine getirilmesi ile sendikasyon işleminin yapılmaya başlandığı aşamadır. Vekalet verilen kreditor banka, borçlu namına krediyi piyasada katılımcılara tanıtmakta, hedeflenen şekilde sendikasyonu bitirme gayretine bu aşamada girmektedir. Vekâlet sonrası aşamanın süreçleri aşağıdaki şekildedir:

3.6.2.1. Bilgi Kitapçığı Hazırlanması

Vekâlet sonrası sürecin ilk aşaması, “*enformasyon paketinin hazırlanması*”dır. İlk metot kredibilitesi yüksek kurumlar için uygun olup, borçluya ait halka açık mali enformasyon, aracilar-basın gibi diğer kaynaklardan ve rating kuruluşlarından sağlanan raporlar, borçlunun ve düzenleyici isimlerinin de bulunduğu bir kapak yazısı ile olası katılımcı taraflara istenmesi durumunda gönderilir.

İkinci ve daha sıklıkla kullanılan metot ise “*enformasyon memorandumunun hazırlanması*” olup, yetkilendirilmiş olan yönetici lider banka, olası sendikasyon katılımcılarına kredi genel yapısı hakkında bir bilgi notu (information memorandum) hazırlar. Hazırlanan enformasyon memorandumunun içerdiği bilgi kapsamı, borçlunun kredi riskiyle genel olarak ters orantılıdır. Kredi kalitesi daha düşük olan borçluların enformasyon memorandumları daha detaylıdır. Verilen enformasyonun içeriğinde genelde şu bilgiler yer almaktadır:

- Düzenleyici ile borçlu isim ve işleme ait önemli ayrıntıların paket içinde bulunduğunu bildirir bir giriş ile verilen enformasyonun doğruluğunun düzenleyici tarafından garanti edildiğine dair ibareleri içeren bir belge,
- Borçlunun enformasyon memorandumu dağıtım hakkını düzenleyici için tanıdığını bildirir içerikte bir mektup,
- İşlem koşulları özeti,
- Borçlunun (garantör) çalıştığı iş alanı ve tarihçesi,
- Borçlunun sektörel enformasyonu,
- Borçlu iş stratejisi ana başlıkları,
- Yönetim yapısı detayları,
- Borçluya (garantöre) dair mali enformasyon ve varsa rating raporu.

Her iki metottaki enformasyon paketi, potansiyel katılımcıların isteğine ve imzalayacakları gizlilik antlaşmasına dayanarak gönderilir.

Borçlu, borç veren bankalara talep edilen kredinin kullanımına ilişkin temel verileri, genel borçluluğu da dâhil olmak üzere ülkenin ekonomik durumunu ve kredi riskinin

belirlenmesine ilişkin diğer bilgileri özetleyen bilgileri sunmalıdır (Cadot and Banerjee, 1996:1).

3.6.2.2. Sunum Yolculukları (Roadshows)

Bazı sendikasyon işlemlerinde, borçlu ve düzenleyiciler önemli finans merkezlerinde potansiyel katılımcılarla toplantılar düzenlerler.

3.6.2.3. İşlemlerin Gerçekleştirilmesi (Running the Books)

Tekli banka teklifinde lider düzenleyici (lead-arranger), çoklu banka teklifinde ise koordinatör (book-runner) aracılığıyla yürütülür ve sendikasyon işleminin en temel aşamasıdır. Davetiyelerin potansiyel katılımcı kreditorlere iletilmesi, haberleşme paketi sağlanması, belirli sürelerde sözlü ve yazılı şekilde borçlu ve yönetici bankalara işlem sonucu ile ilgili olarak bilgilendirme yapılması, borçlu-katılımcılar arasında tampon fonksiyonunun yerine getirilmesi koordinatörlerin görevleridir.

3.6.2.4. Davetiye Hazırlanması

Belirlenen koşullar bildirgesinin (term sheet) davetiyeye çevrilmesi gerekir. Burada katılım tutarları, katılımcılara verilecek pozisyonlar ve komisyon miktarlarının ne kadar olacağı hususları belirtilmektedir. Davetiyenin içindeki hükümler ve koşullar (terms and conditions), vekâlet verilmesi aşamasındaki işlem koşullarının (term sheet) yeniden yazımından oluşur. Diğer taraftan, yalnızca borçlu ve düzenleyici ile ilgili olan yönetim (arrangement) ve aracılık (agency) komisyonları, masraf ödemeleri gibi konular davetiyede bulunmaz.

3.6.2.5. Bankaların Seçimi

Borçlu, banka seçiminde belli hassasiyetler taşıyabilir. Borçlanmalarda sadece ilişkili olduğu, öncesinde hiç ilişki halinde olmadığı ya da itibarını arttıracak büyük bankaları tercih edebilir. Borçlu tarafın kreditor tercihinde hususi bir seçimi mevcut değilse lider banka uygun gördüğü kreditorleri seçmekte serbesttir.

Yetkilendirilmiş lider banka, iş yükünü azaltabilmek ve operasyonel harcamaları en az seviyede tutabilmek için belirli sektörlerde ilgili bankaları veya daha önce benzer sendikasyonlara katılmış bankaları tercih edebilir. Buna ilaveten lider banka yaygın bir katılımcı topluluğuna coğrafi olarak giderek, sendikasyon işleminde talep edilen tutara ulaşamama riskini en az seviyeye düşürmek isteyebilir.

Davetiyenin çok fazla bankaya gönderilmesi, gerekenden fazla bir sayıya ulaşılmasına neden olabilir ve varlık büyütme talebi olmayan katılımcıları bu amaçların ötesine götürür.

Bunun tersine az sayıda bankaya davetiye iletilmesi ise ihtiyaçtan düşük bir tutarla sendikasyon işleminin sonuçlandırılması ve bankaları istemedikleri boyutta hacimli bir kredi riskini bilançolarında tutmak mecburiyetinde bırakabilir.

Garantili bir sendikasyon söz konusu ise garantiyi veren bankalar, borçluyu kendilerini kısıtlama hakkından mahrum ederek uygun gördükleri bankaya davetiye iletme hakkını kullanırlar.

Gopalan, Udel ve Yerramilli (2007), 1990-2005 yılları arasında ortaya çıkan 30.466 banka kredisi anlaşmasını kullanarak, firmaların ilişki bankalarıyla kalmak yerine neden tekrar kredileri için yeni bankalara iletişime geçtiklerini incelemişlerdir. Bilgi yönünden şeffaf firmaların bankaları değiştirme ihtimali daha düşük iken küçük firmalar, rating olmayan firmalar ve daha az analizle takip edilen firmalar için banka değiştirmenin daha muhtemel olduğu tespit edilmiştir.

Gopalan, Udel ve Yerramilli (2010), 1990-2006 arasında büyük bir kredi örneği kullanarak, firmaların neden yeni bankacılık ilişkileri kurduklarını incelemişlerdir. Büyük bankalarla mevcut ilişkileri bulunmayan küçük kamu firmalarının yeni bankacılık ilişkileri kurmasının daha muhtemel olduğu görülmüştür. Ortalama olarak, firmalar yeni bankacılık ilişkileri oluşturduklarında daha yüksek kredi tutarları elde ederken; küçük firmaların da satış büyümesinde, sermaye harcamalarında, kaldıraçta, analist teminatında ve kamu borcu ihraçlarında artış yaşadıkları tespit edilmiştir.

3.6.2.6. Sendikasyon Kitabı (Syndication Book)

Koordinatör, borçlu ve yönetici grubuna bilgilendirme yapmak için oluşturulan çizelgedir. İçinde davetiye gönderilen bankaların ismi, kontakt detayları ve pozisyonlarına ilişkin detayların belirtilebileceği bir biçim oluşturulur. Taraflar, durum raporları (status report) vasıtası ile lider tarafından işlemin akıbetine ilişkin bilgilendirilirler.

3.6.2.7. İşlemin Pazarlanması

Uzman ekipler aracılığı ile davetiyelerin gönderilmesi, takibi, sorulan soruların cevaplanması, basına ve piyasaya bilgi verilmesi gibi işlemleri kapsar.

3.6.2.8. Davetiyelere Verilen Cevaplar

Kredi komiteleri tarafından onaylanan bankalar, uygun dokümantasyon sağlanması koşuluyla katılım tutarlarını da açıklayarak onaylarını lider bankaya bildirirler. Eğer davetiye

gönderilen banka, sendikasyona katılım göstermeyecek ise bu durumu benzer biçimde lider bankaya iletir.

3.6.2.9. Tahsis (Allocation)

İlk etapta amaçlanan tutar ile son olarak alınan toplam miktar sendikasyonlarda sürekli özdeş olmayabilir.

İstenenden yüksek miktara ulaşılması aşağıdaki nedenlerden kaynaklanabilir:

- Piyasa koşullarının iyileşmesi,
- Borçlunun konumundaki pozitif gelişmeler,
- Fiyatın fazlasıyla iyi olması,
- Borçlu ve/veya düzenleyicinin başlangıçtaki aşırı tedbirli/tutucu yaklaşımı,
- Çok fazla bankanın davet edilmesi,
- Sendikasyon taktiği olarak düşük tutar ile başlanarak piyasaya başarılı bir işlem intibası verilmek istenmesi.

Talep edilenden düşük olması ise yukarıdaki nedenlerin tam aksi durumlarından kaynaklanabilir.

Borçlu, nihai tutarın başlangıçta talep edilenden yüksek olması halinde, işlemin başında veya sonrasında belirli bir tutar bildirilmediyse fazla tutarın bir bölümünü veya tamamını alabilir. Garanti edilen ve/veya özellikle ilişki bankalarının miktar konusunda hassas olduğu durumlarda ise nihai kredi tutarı konusunda kısıtlayıcı hükümler genel olarak yer almaktadır. Fazla gelen rakamın tümünün borçlu tarafından alınmaması durumunda “tahsis düşüm” (scale back) yoluyla yani oransal işlemle tümüyle iptali sağlanabilir, başlangıç aşamasında istenen vade kısaltılabilir, yine başlangıç fiyatı yükseltilebilir veya kredi anlaşmasındaki şartlar borçlu aleyhine kreditorler lehine güçlendirilerek düzeltilebilir.

3.6.3. İmza Aşaması ve Sonrası

3.6.3.1. İmza Seremonisi

Yapılan görüşmeler neticesinde kredi koşulları ile ilgili anlaşma sağlanması sonrası, kamuoyunun bilgilendirilmesi için bir organizasyon düzenlenmesi veya taraflarca yetkili kılınan kişiler tarafından imza atılması süreci ile sendikasyonun bu safhası tamamlanmış olur (Godlewski 2008, 5). Kredinin aktifleşmesinden sonra kreditor bankalar içerisinde bir banka “kredi aracısı” (facility agent) olarak seçilir; borçludan teminatın alınması, borçluya kredi

ödemesinin gerçekleştirilmesi, borçlunun yaptığı anapara ve faiz geri ödemeleri hakkında kreditorlere bilgi aktarılması ve krediye ilişkin diğer gelişmeler hakkında yatırımcılara bilgilendirme yapılması gibi görevleri yerine getirir.

3.6.3.2. Reklam Tanıtım

Basına işlemin ayrıntıları bildirilir ve katılımcıların bulunduğu bir bildirim hazırlanarak dağıtılır. İlişki bankacılığının önemli bir aracı olan sendikasyon kredileri hem borçlanıcı hem de kreditorlerce anlaşma içeriğine dair bazı bilgilerle ilan edilir.

Uygun vade ve fiyatlama ile yapılmış olan ve geri ödenme süreci ile başarılı bir şekilde tamamlanan sendikasyon kredileri, sonraki işlemlerin yürütülmesi ve başarısı adına pozitif bir işaret olup piyasadaki itibar açısından önemlidir.

3.6.3.3. Kredinin Kullanılması

İmza sonrası dönem, sendikasyonda neticelendirilen konuların gerçekleştirildiği aşamadır. Safhanın ilk adımı, borçlunun kredi antlaşmasında anlaşmaya varılan şartları yerine getirmesidir. Borçlunun kredi şartlarını yerine getirmesi sonrasında kredinin kullanılması mümkün hale gelir.

Fonların kullanılabilir hale gelmesi için anlaşmanın ön koşullar bölümünde sıralanan işlemlerin yerine getirilmesi ve belgelerin tamamlanmış olması gerekir. İmza günü ödenmesi gereken komisyon ve ücretler ödenmiş, bütün yasal dokümanlar tamamlanmış ve para çekimi için gerekli, kredi türüne göre niteliği farklılık gösteren “çekim belgesi” (Drawdown Notice) ajan bankaya iletilmiş olmalıdır. Paranın borçlunun hesaplarına geçtiği tarihten itibaren taahhüt ücreti yerine faiz işlemeye başlar, imzadan sonra yaklaşık 30 gün içinde yetki mektubunun iletilmesi ile imza tarihi arasında oluşan masraflar borçluya fatura edilir.

Sendikasyon katılımcılarının belli aralıklarla ve/veya zorunlu oldukça vade sonuna kadar bilgilendirilmesi, cayma ya da değişim talebi söz konusu ise bunun neticelendirilmesi lider düzenleyicinin görevleridir. Lider düzenleyici bankalar için kredinin kontrol ve gözetiminin yapılması, raporlama, dokümantasyon yönetimi gibi üzerine düşen sorumlulukların etkili bir şekilde yerine getirmesi itibar bakımından çok önemlidir.

Anlaşmanın imzalanması ile birçok görev lider bankadan ajan bankaya devredilmiş olur. Lider banka, imza törenine kadar gerçekleştirmiş olduğu faaliyetlerin karşılığı olan yönetim ücretini, kredi antlaşması imzalandıktan en fazla 30 gün içinde alır.

3.6.3.4. Kredinin Geri Ödenmesinde Aksama Olması

Krediyi ödünç alanın ödeme güçlüğüne düşmesi durumunda iki seçenek ortaya çıkar: borçlunun borcunu tanımaması ve geri ödemelerin borçlunun o anki ödeme durumuna göre yeniden yapılandırılmasıdır. Bunlar arasında borçlu ve kreditorler için en uygun olanı, borçlunun kredibilitesini en az zarara uğratacak, kreditorlerin ise ödünç verdikleri fonların en az kayıpla geri dönüşünü sağlayacak yeni bir program üzerinde anlaşmalarıdır.

Yeniden programlama konusunda en önemli zorluk bankalar arasındaki uzlaşmanın sağlanmasıdır. En önemli ihtilaf konuları, ihtiyaç duyulan fonu kimin karşılayacağı ve vadedir. Kreditorler faiz borçlarının büyük bir kısmı ödenmeden yeniden programlamaya kabul etmek istemezler. Ayrıca ek fonların sağlanması ve vadelerin esnetilmesi şeklinde her iki imkânı birlikte sağlayarak borçluyu tölere etmek istemezler. Bununla birlikte ek fonlar için uygulanacak spread, başlangıçtaki orandan yüksek olarak gerçekleşecektir. Eğer borçlu devlet ise kreditorler hükümetlerin IMF ile bir anlaşma yapmalarını zorunlu tutabilirler.

Bu aşamaların her birinde, tüm sendikasyon işlemlerinde meydana gelen belirli olaylar veya kilometre taşları vardır.

Ön yetki aşamasının takvimi, büyük ölçüde borçlunun finansman ihtiyacının aciliyetine göre belirlenir. Birleşme ve devralma finansmanında, bazen bir grup bankayı hızlı ve gizli bir şekilde, bazen yalnızca iki veya üç gün içinde bir araya getirmek gerekir. Bu hedefe ulaşmak için, bir borçlu, rekabetçi teklifler istememeye, ancak müzakere esasına göre birlikte çalışacak az sayıda ilişki bankası seçmeye karar verebilir. Bu yaklaşım, bir yetki vermek için gereken süreyi önemli ölçüde azaltabilir. Bununla birlikte, bu tür özel koşullar olmaksızın, bir borçlu, genellikle bir vekâletname vermeden önce birkaç hafta boyunca ilgili bankalarla bir işlemi görüşecektir.

Ön yetki aşamasında, temel kilometre taşları şunlardır:

- Sendikasyon kredisi piyasasından borçlunun ihtiyacının belirlenmesi ve ifade edilmesi,
- Borçlunun teklif arayışındaki yaklaşımına ilişkin kararı,
- Bankalar tarafından bir teklif yapılandırması ve stratejisine ilişkin karar,
- Potansiyel düzenleyici tarafından kredinin dâhili onayı,
- Bir teklifin sunulması ve yetki verilmesi.

Yetki sonrası aşamada temel kilometre taşları şunlardır:

- Bilgilendirme notunun, banka sunumunun ve davet mektubunun tamamlanması,
- Sendikasyonun başlatılması,
- Kitapların kapatılması,
- Belgelerin müzakeresinin tamamlanması,
- İmzalama.

İmza sonrası aşama temel kilometre taşları şunlardır:

- Emsal koşulların borçlu tarafından karşılanması,
- Kullanım taleplerinin yayınlanması,
- Tahakkuk eden faiz, ücret ve anapara tutarlarının ödenmesi,
- Gerekli mali ve diğer bilgilerin zamanında sağlanması.

Tipik bir işlem, aşağıdaki Tablo 3’te gösterilen zaman çizelgesine sahip olacaktır.

Tablo 3. Olayların Tipik Zaman Çizelgesi

Olay	Hafta 1	Hafta 2	Hafta 3	Hafta 4	Hafta 5	Hafta 6	Hafta 7	Hafta 8
Yetki verilmesi								
Bilgi paketi hazırlama								
Bankalara davetiye hazırlanması								
Hukuk müşavirinden tesis anlaşmasının ilk taslağı								
Tesis anlaşmasının ilk taslağını gözden geçirilmesi								
Avukattan ikinci tesis anlaşması taslağı								
Bankalara gönderilen gizlilik mektupları/davetiyeleri								
Bankalara bilgi paketi gönderilmesi								
Bankaların kredi onayı istemesi								
Borçlu ile tesis anlaşması yapılması								
Hukuk müşavirinden son taslak tesis anlaşması								
Bankaların tesis anlaşmasını gözden geçirmesi								
Bankalarla tesis anlaşması yapılması								
Yönetim ayrıntılarını toplama								
Son ödeneklerin yapılması								
İmza töreni düzenlenmesi								
İmzalama/Kapatma								
Şartların sağlanması								

Kaynak: (Campbell ve Weaver, 2013: 252)

Tablo 4'teki “*Olayların Tipik Bir Zaman Çizelgesi*” ile sendikasyon kredi sürecini özetleyecek olursak;

İşlemi başlatma:

- Yetki sonrası süreci kabul etmek için ilk toplantının yapılması.

1. hafta:

- Sendikasyon stratejisine katılımın kabul edilmesi,
- Bilgi notu ve banka sunumu üzerinde çalışılmaya başlanması,
- Danışmana kredi sözleşmesinin ilk taslakları ve ilgili belgelerin hazırlaması için talimat verilmesi,
- Potansiyel katılımcılara gönderilmek üzere davet mektubunun hazırlanması.

2. hafta:

- İlgili belgelerle birlikte kredi sözleşmesinin gözden geçirilmesi ve danışmana borçluya gönderilmek üzere ikinci taslakların hazırlaması için talimatın verilmesi,
- Borçlu ile bilgi notu ve banka sunumunun sonuçlandırılması,
- Bankalara gizlilik sözleşmesi ve davet mektubunun gönderilmesi.

3-5. hafta:

- İlgili bankalara bilgi notu ve banka sunumunun gönderilmesi,
- Borçlu ile kredi anlaşması ve ilgili belgelerin müzakere edilmesi,
- Potansiyel kredi verenler için soru-cevap oturumunun koordine edilmesi,
- İşlem bilgilerinin finansal basına açıklanmasının kontrol edilmesi.

6-7. hafta:

- Belgelere tabi olarak, potansiyel borç verenlerden kredi onayı alınması,
- Kredi sözleşmesi ve ilgili belgelerin gözden geçirmeleri için bankalara gönderilmesi,
- Bankalarla (ve gerekirse borç alanlarla) belgelerin müzakere edilmesi,
- Son tahsisleri yapılması,
- Katılımcı bankalardan idari ayrıntılar ve vekâletnamelerin alınması,

- Kapanış için düzenlemeler yapılması ve gerekirse imza törenin düzenlenmesi.

8. hafta:

- Dokümanların düzenlenmesi,
- Borçlunun emsal koşulları yerine getirmesi.

3.7. Bir Sendikasyon Kredisi Uygulaması

3.7.1. Örnek Uygulama 1

F. Telecom kuruluşu için tahsis edilmiş olan 10.000.000 Euro tutarındaki krediye ilişkin düzenleyici lider bankanın önderliğinde, diğer katılımcı kreditörler ve borçlu arasında yapılan müzakereler sonucunda hazırlanan kredi sözleşmesi ile aşağıda bir özeti sunulan ilgili sendikasyon kredisine ilişkin tüm taraflar, kredi miktarı, amaç, şartlar ve koşullar sunularak bir sendikasyon kredisi uygulaması sürecine ilişkin bilgiler belirtilmiştir¹.

Tablo 4'te F. Telecom kuruluşuna kullandırılmış olan sendikasyon kredisinin kredi sözleşmesine ilişkin özet sunulmuştur.

¹ Özeti sunulan ilgili sendikasyon kredisine ilişkin kredi sözleşmesinin detaylı açıklamaları Ek 7'de sunulmuştur. İlk uygulama, bir sendikasyon kredi sözleşmesinin detaylı olarak incelenmesi amacıyla sunulmuştur.

Tablo 4. Sendikasyon Kredi Sözleşmesi Özeti (F. Telecom)

Borçlu (Borrower)	F. Telecom
Ajan Banka (Agent Bank)	Societe Generale
Görevlendirilmiş Lider Aranjörler (Mandated Lead Arrangers)	Westlb AG, Paris
Kreditörler (Lenders)	Barclays Capital, Calyon, Citibank International PLC, SG Corporate&Investment Banking, ABN Ambro Bank NV, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, The Bank of Tokyo-Mitsubishi LTD., BNP Paribas, CCF, ICDX Finance-BNP Paribas, CCF, CDX Finans Credit Mutual-CIC, Deutsche Bank AG, Dresdner Kleinwort, Wasserstein LTD., Bank of Scotland plc, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, Westlb AG, Paris
Kredi Tutarı (Facility Amount)	10.000.000 Euro aşağıdaki dilimlere ayrılmıştır: - Toplam maksimum 2.500.000.000 Euro tutarında taahhütlü 364 günlük çok para birimli döner kredi olanağı ("Tesis A ") - Alt krediler de dâhil olmak üzere toplam maksimum 7.500.000.000 Euro tutarında taahhütlü 5 yıllık çok para birimli döner kredi olanağı ("Tesis B ")
Amaç (Purpose) ve Vade (Maturity)	(a) Borçlu, ödünç aldığı tüm tutarları uygulayacaktır. i. Mevcut Kredi Sözleşmeleri kapsamında Borçlanmanın yeniden finansmanına yönelik Tesis A kapsamında ve bu tutarları diğer Borçlulukların yeniden finansmanına ve işletme sermayesi amaçlarına ve ii. Genel kurumsal amaçları için Tesis B kapsamında uygulayabilir. (b) Swingline Advance (işletmelere borç taahhütlerini karşılamak için fonlara erişim sağlayan finansal kurumlar tarafından verilen kısa vadeli bir kredidir), başka bir Swingline Advance'in geri ödemesinde veya ön ödemesinde uygulanamaz.
Geri Ödeme (Repayment)	<i>Tesis A Avansının Geri Ödenmesi:</i> Borçlu, her bir Tesis A Avansını Faiz Döneminin son gününde geri ödeyecektir. <i>Tesis B Avanslarının Geri Ödenmesi:</i> Borçlu, her bir Tesis B Avansını Faiz Döneminin son gününde geri ödeyecektir.
Zorunlu Ön Ödeme (Mandatory Pre-payment)	Borçlunun oy kullanma hakkını taşıyan çıkarılmış sermayesinin % 50'sinden fazlasının uyumlu hareket eden herhangi bir kişi veya gruba ait olduğu bir durum meydana gelirse, Borçlu ve Borç Verenler, 60 günden fazla olmayan süre ("Müzakere Süresi") ve Müzakere Dönemini takiben, Borç Verenler, Tesislerin devam edip etmeyeceği ve bu devam etme koşulları konusunda Borçlu ile oybirliğiyle anlaşmaya varamamışlarsa, o zaman bir Borç Veren Tesislerin devamını kabul etmemişse, Borçludan Avanslara katılımını önceden ödemesini ve Taahhüdünün tamamen iptal edilmesini isteme hakkına sahip olacaktır.
Gönüllü Erken Ödeme (Voluntary Early Payment)	Borçlu, Tesis Temsilcisine en az 5 İş Günü veya 1 İş Günü (veya her iki durumda da) verirse, önceden bildirimde bulunarak, bir Avansın tamamını veya bir kısmını önceden ödeyebilir.
İptal/Ön Ödeme (Cancellation/Pre-Payment)	Borçlu, Tesis Temsilcisine 5 İş Gününden az olmamak üzere (veya Çoğunluk Kreditorlerinin kabul edebileceği daha kısa bir süre) önceden bildirimde bulunursa, tamamını veya herhangi bir kısmını (minimum 50.000.000 Euro tutarındaki ve ayrılmaz bir katsayı ile) iptal edebilir. Borçlu Tesis Temsilcisine en az 5 İş Günü veya 1 İş Günü (veya her iki durumda da bu kadar kısa) verirse, Çoğunluk Kreditorlerinin kabul edebileceği süre) önceden bildirimde bulunarak, bir Avansın tamamını veya bir kısmını önceden ödeyebilir.

Kullanılabilirlik (Availability Period)	<i>Kullanım Talebinin Teslimi:</i> Borçlu, Tesis A'yı veya Tesis B'yi Tesis Temsilcisine usulüne uygun olarak Kullanım Talebini teslim ederek kullanabilir. Kullanım Talebi, Belirtilen Saatten geç olmamak üzere tamamlanır. <i>Kullanım Talebinin Tamamlanması:</i> (a) Kullanım Talebinin Teslimi uyarınca Tesis Temsilcisine teslim edilen her Kullanım Talebi geri alınmaz. (b) Kullanım Talebinin Teslimi uyarınca Tesis Temsilcisine teslim edilen her Kullanım Talebinde yalnızca bir Avans talep edilebilir.
Faiz Dönemleri (Interest Period)	Her Tesis A Avansı ve her Tesis B Avansının yalnızca bir Faiz Dönemi vardır.
Taahhüt Ücreti (Commitment Fee)	(a) Bu Sözleşmenin tarihinden itibaren başlayan 3 aylık her bir ardışık dönem ve Tesis A Kullanılabilirlik Dönemi'nin veya duruma göre Tesis B Kullanılabilirlik Dönemi'nin son gününde sona eren daha kısa dönemler için Borçlu taahhüt komisyonu ödeyecektir. (b) Tahakkuk eden taahhüt ücreti, her Taahhüt Ücreti Döneminin son gününde ödenir
Kullanım Ücreti (Usage Fee)	Borçlu, Tesis B Ödemelerinin %50'yi aşan bir miktarda olduğu her gün için yıllık %0,05 oranında günlük bazda hesaplanan Tesis Temsilcisine (her bir Borç Vereninin hesabı için, Tesis B Ödenmemiş Tutarlarına katılımla orantılı olarak) Tesis B Ödenmemiş Ödeneklerine ilişkin olarak baz Para Birimi cinsinden bir kullanım ücreti ödeyecektir.
Ajans Ücreti (Agency Fee)	Borçlu, Tesis Temsilcisine (kendi hesabı için) bir Ücret Mektubunda kararlaştırılan miktarda ve zamanlarda bir acente ücreti ödeyecektir.
Dönem Dışı Opsiyon Ücreti (Term out Option Fee)	Borçlu yapılan herhangi bir Dönüştürme Talebinin tarihinden itibaren 5 gün içinde Tesis Temsilcisine (Tesis A'ya katılan Kredi Verenlerin hesabı için, Tesis A'daki katılımlarına orantılı olarak) ödeme yapacaktır
Dokümantasyon (Documentation)	(a) Bir Temsilci, Yetkili Lider Düzenleyici, Borçlu veya herhangi bir Finansman Belgesi veya Bilgi Paketi içinde veya bunlarla bağlantılı olarak verilen herhangi bir kişi tarafından sağlanan herhangi bir bilginin (sözlü veya yazılı) yeterliliğinden, doğruluğundan ve / veya eksiksizliğinden sorumludur veya (b) Herhangi bir Finansman Belgesinin veya herhangi bir Finansman Belgesi beklentisiyle veya bununla bağlantılı olarak yapılan veya yürütülen herhangi bir Finansman Belgesinin yasallığından, geçerliliğinden, etkililiğinden, yeterliliğinden veya uygulanabilirliğinden sorumludur.
Teminatlar (Representations and Warranties)	Borçlu, bu Sözleşme tarihinde her Finans Tarafı için belirtilen beyan ve garantileri yapar: - Statü, - Güç ve yetkiye sahiptir, - Yargısal işlem bulunmamaktadır, - Tasfiye ve iflas bulunmamaktadır, - Borçlunun dokunulmazlığı bulunmamaktadır, - Varlıklar üzerinde izin verilenin dışında takas ve ipotek yoktur, - Verilen bilgiler gerçek ve doğrudur, - Temerrüt Olayı yoktur, - Önemli Olumsuz Değişiklik yoktur.
Ön Koşullar (Conditions Precent)	Başlangıç önkoşullar: (a) Tesis Temsilcisi, listelenen tüm belgeleri ve diğer kanıtları almadıkça, hiçbir Kullanım Talebini yerine getiremez. (b) Tesis Temsilcisi, belirtilen koşulların yerine getirilmesi durumunda Borçluyu ve Kredi Verenleri derhal bilgilendirecektir.

Ödemede Gecikme Durumu (Events of Default) (Change in Circumstances)	Temerrüt Durumu belirtilen herhangi bir “olay” veya “durum” anlamına gelir: - Ödemede başarısızlık, - Yanlış beyan, - Diğer yükümlülükler, - Çapraz temerrüt, - Alacaklıların süresi, - Tasfiye, - Moratoryum vb. - İflas, - İflas Takibi, - Benzer olaylar, - Hukuksuzluk, - İşin durdurulması, - Borçların muaccel hale gelmesi.
Geçerli Hukuk	Kredi sözleşmesi Fransız Hukuku'na tabidir.
Vergiler ve Diğer Kesintiler	<i>Brüt Vergi:</i> Borçlu, kanunen bir Vergi İndirimi gerekmedikçe, herhangi bir Vergi Kesintisi olmaksızın kendisi tarafından yapılacak tüm ödemeleri yapacaktır. <i>Katma Değer Vergisi:</i> Borçlu tarafından bir Finansman Tarafına bir Finansman Belgesi kapsamında ödenecek tüm bedeller, herhangi bir KDV'den hariç tutulacaktır. KDV uygulanabilir ise, Borçlu Finans Tarafına (bedelin ödenmesine ek olarak ve aynı zamanda) KDV tutarına eşit bir meblağ ödeyecektir. <i>Damga Vergisi:</i> Borçlu, herhangi bir Finansman Belgesi ile ilgili olarak ödenmesi gereken tüm damga vergisi, tescil ve diğer benzeri Vergiler ile ilgili olarak Finans Tarafının maruz kaldığı her türlü maliyet, kayıp veya yükümlülüğe karşı talepten itibaren 3 İş Günü içinde her Finans Tarafına ödeyecek ve tazmin edecektir
Transferredilebilirlik (Transferability)	Bir Borç Veren (" Mevcut Borç Veren ") Borçluya önceden bildirimde bulunarak: başka bir bankaya veya saygın finans kuruluşuna (" Yeni Borç Veren ") haklarından herhangi birini devredebilir.

Kaynak: <https://www.sec.gov/>

3.7.2. Örnek Uygulama 2:

C.S. plc. Şirketi, C. Group Ltd. ve S. Ltd.'nin birleşmesi ile oluşan uluslararası bir şirketler grubu olup, asıl olarak kakao ve çikolata üreten C. Group Ltd. 1831'de, S. Ltd. ise 1783'te kurulmuştur. C.S. daha sonra 2008 yılında ayrılmış, biri şekerleme pazarına, diğeri ise içecek işine odaklanmıştır. C.S., iştirakleri ve ilgili teşebbüsleri ile dünya çapında yaklaşık 200 ülkede markalı içecek ve şekerlemelerin üretimi ve dağıtımını yapmaktadır. Grup, hem mevcut marka ve ürünlerin organik olarak büyümesi hem de diğer taraflarla satın almalar, yatırımlar ve sözleşmeye dayalı düzenlemeler yoluyla faaliyetlerini ve marka portföyünü güçlendirerek işini geliştirmiştir².

² 2003 yılında tamamlanan sendikasyon kredisi ile finansmanı yapılan bir satın alma örneği ikinci uygulama örneği olarak sunulmuştur.

17 Aralık 2002'de, C.S. plc Yönetim Kurulu, Adams bölümünün iş ve varlıklarının %100'ünü Pfizer Inc'den 4,2 milyar dolar brüt bedel karşılığında satın almak için bir anlaşmaya vardığını duyurmuştur. Şirket, Banc of America Securities Limited, BNP Paribas, HSBC Bank plc, Lloyds TSB Bank plc ve The Royal Bank of Scotland plc'yi (zorunlu lider düzenleyiciler (MLA'lar)) satın alma işlemini finanse etmek için 6,1 milyar dolar tutarında sendikasyonlu bir döner kredi tesisi düzenleme yetkisi vermiştir. Bu kredi, şirketin genel kurumsal amaçları için, mevcut yedek kredi olanaklarını değiştirmek ve mevcut borcu yeniden finanse etmek için kullanılması şart koşulmuştur. Adams'ın satın alınması, şekerleme işinin ölçeğini değiştirmesi, şirketi şekerleme pazarının büyüyen sektörlerinde güçlü bir şekilde konumlandırması ve Gruba önemli değer yaratma fırsatları sağlaması açısından C.S. için önemli bir stratejik adım olmuştur. Satın alma amacıyla, C.S.'in uzun vadeli kredi notunun düşürülmesine rağmen, finansmanın %100 borç olacağı kararlaştırılmıştır. Gereken toplam tesisler 6,1 milyar dolar olup, bunun 4,2 milyar doları satın alma ve geri kalanı temelde bazı bekleme borçlarının ve bir miktar boşluğun yeniden finanse edilmesine yönelik olmuştur.

Tablo 5'te sendikasyona dâhil olan katılımcıların taahhütlerinin dağılımı gösterilmektedir.

Tablo 5. Taahhütlerin Dağılımı (Bin Dolar)

Başlık	Tahsis Edilen Bireysel Taahhüt	Bankaların Sayısı	Toplam Taahhüt
Yetkilendirilmiş Lider Düzenleyici	494.250	5	2.471.250
Yetkilendirilmiş Lider Düzenleyici	321.250	7	2.248.750
Düzenleyici	200.000	2	400.000
Yardımcı Düzenleyici	100.000	8	800.000
Lider Yönetici	80.000	1	80.000
Lider Yönetici	50.000	2	100.000
Toplam Kredi Miktarı			6.100.000

Tablo 6'da sendikasyona ilişkin ortak metnin özeti gösterilmiştir.

Tablo 6. Sendikasyon Kredi Sözleşmesi Özeti (C.S. Finance plc)

Borçlu (Borrower)	C.S. Finance plc (CSF plc).
Ek Borçlular (Additional borrowers)	Ek veya yedek Borçlular zaman zaman Garantör tarafından aday gösterilebilir. Söz konusu Borçlular, Garantör veya tamamen sahip olunan iştirakleri olacak ve Tesisler Sözleşmesine resmi olarak kabul edilmesi gerekecektir.
Garantör (Guarantor)	CSplc, Kredi kapsamındaki tüm bağlı ortaklık borçluluğunu garanti edecektir.
Görevlendirilmiş Lider Aranjörler (Mandated lead arrangers)	Banc of America Securities Limited, BNP Paribas, HSBC Bank plc, Lloyds TSB Bank plc and The Royal Bank of Scotland plc.
Yükleniciler (Underwriters)	Banc of America Securities Limited, BNP Paribas, HSBC Bank plc, Lloyds TSB Bank plc and The Royal Bank of Scotland plc.
Kreditörler (Lenders)	Zorunlu baş Aranjörler (Mandated Leader Arranger-MLA) ve sendikasyonun ardından CSplc tarafından istişare edilerek aday gösterilen ve MLA'larla anlaşılan bir grup banka.
Kredi Tutarı (Facility amount)	6,100 milyon ABD doları, aşağıdaki dilimlere ayrılmıştır: • A Dilimi: 2,500 milyon ABD doları • B Dilimi: 2,000 milyon ABD doları ve • C Dilimi: 1,600 milyon ABD doları
Amaç (Purpose)	• A ve B Dilimleri, Adams İşletmelerinin Pfizer Inc'den satın alınmasını ve Grubun genel kurumsal amaçları için finanse etmek • C Dilimi, uluslararası sermaye piyasaları alanında bekleyen sorunlar.
Vade (Maturity)	(i) A Dilimi: imza tarihinden itibaren 5 yıl (ii) B Dilimi: imza tarihinden itibaren 3 yıl (iii) C Dilimi: İmza tarihinden itibaren 364 gün, 12 aylık dönem dışı seçeneğine tabidir.
Dönem Dışı Seçeneği (Term out option)	Borçluya, C Dilimi tesisinin vadesini, vade uzatma seçeneğinin devre dışı olduğu tarihten itibaren 12 ay süreyle uzatma seçeneği verilir.
Geri Ödeme (Repayment)	Her avans, Faiz Döneminin son gününde, tüm avanslar ise ilgili vade tarihinde geri ödenir.
Kullanılabilirlik / Availability period)	(i) A Dilimi: 2.500 milyon ABD doları, ABD doları, sterlin, euro veya mevcudiyete bağlı olarak, Londra Bankalararası Piyasasında bankaların kullanabileceği serbestçe işlem gören diğer herhangi bir para birimi yoluyla tamamen döner bir esasa göre, A Dilimi vadesi için kullanılabilir. (ii) B Dilimi: 2.000 milyon ABD doları, ABD doları, sterlin, euro veya mevcudiyete bağlı olarak, Londra Bankalararası Piyasasında bankaların kullanabileceği serbestçe işlem gören diğer herhangi bir para birimi yoluyla tamamen döner şekilde B Dilim vadesi için kullanılabilir olacaktır. (iii) C Dilimi: ABD doları, sterlin, euro veya mevcudiyete bağlı olarak, CSFplc'nin hakkı ile Londra Bankalararası Piyasasında bankaların kullanabileceği serbestçe işlem gören diğer herhangi bir para birimi yoluyla, 1.600 milyon ABD doları, C Dilimi vadesi için tam dönüşlü olarak sağlanacaktır.
Faiz Dönemleri (Interest period)	Swingline Kredisi hariç, Borçlunun opsiyonuyla 1, 2, 3 veya 6 ay veya kararlaştırılacak diğer süreler. Swingline Kredisi kapsamındaki faiz süreleri 5 güne kadardır

Taahhüt Ücreti (Commitment fee)	3 ayda bir ödenecek ve Kredinin günlük çekilme tutarı aşağıdaki gibi hesaplanır: - Geçerli marjın % 40'ında A Dilimi, - Uygulanabilir marjın % 40'ında B Dilimi ve - Geçerli marjın yüzde 30'unun C Dilimi
Dönem Dışı Opsiyon Ücreti (Term out option fee)	C Diliminin iptal edilmesi durumunda, 5bp'lik yönetim komisyonu ödenecektir. Ek olarak, C Dilimi için uygulanabilir marj, B Dilimi seviyelerine yükseltilecektir.
Zorunlu Ön Ödeme (Mandatory pre-payment)	Borç sermaye piyasası ihraç gelirlerinden C Dilimi'nin 2 yıllık vadede zorunlu ön ödemesi ve / veya iptali, ihraç başına asgari 100 milyon ABD doları tutarına tabidir.
İptal/Ön Ödeme (Cancellation/Pre-Payment)	- Kredinin tamamının veya herhangi bir kısmının, 10 iş günü geri alınamaz bildirimde bulunarak minimum 10 milyon ABD doları tutarındaki kredinin çekilmemiş miktarı ile ilgili olarak tamamen veya kısmen cezalandırılmadan izin verilecektir. - Ayrıca, Kredi kapsamında ödenmemiş tutarlar, 10 iş günü geri alınamaz ihbar ve kırılma maliyetlerine tabi olmak üzere, ceza olmaksızın minimum 10 milyon ABD doları tutarında önceden ödenebilir.
Dokümantasyon (Documentation)	Kredi, aşağıda ayrıntıları verildiği gibi, diğer hususların yanı sıra, temsiller, kredi çekilmesi önceki koşullar, koşullardaki değişikliklerle ilgili koşullar, olumsuz taahhüt, mali taahhüt ve temerrüt olaylarını içeren bir Kredi Anlaşması ile kanıtlanmıştır.
Teminatlar (Representations and Warranties)	Borçlu ve Garantör, kredi anlaşmasında, diğerlerinin yanı sıra aşağıdakiler de dâhil olmak üzere bazı beyanlar sunar: - Statü, - Güç ve otoriteye sahiptir, - Yargısal işlem bulunmamaktadır, - Tasfiye ve iflas bulunmamaktadır, - Ödemede gecikme bulunmamaktadır, - Takyidat bulunmamaktadır, - Yükümlülük ve anayasal belgelerde çelişki bulunmamaktadır, - Bağlayıcı yükümlülükler bulunmamaktadır, - Verilen bilgi ve belgeler gerçek ve doğrudur, - Temerrüt Olayı yoktur, - Önemli olumsuz değişiklik yoktur.
Ön Koşullar (Conditions Precent)	Diğer hususların yanı sıra, Kredi Anlaşmasında listelenen belgeler teslim edildikten sonra, maksimum 1.500 milyon ABD doları tutarına kadar A Diliminin çekilmesi mevcut olacaktır: - Anayasal belgelerin ve kuruluş belgelerinin kopyaları, - Yönetim kurulu kararının bir kopyası, - Mevcut kredilerin geri ödemesi ve iptalinin kanıtı, - Orijinal Mali Tabloların bir kopyası, - Kredilerin geri kalanının çekilmesine, kredi listelenen diğer koşulların yerine getirilmesiyle izin verilecektir.
Borçlunun Durumunda Ortaya Çıkabilecek Ani Değişiklikler (Change in Circumstances)	Kredi Sözleşmesi, vergiler, piyasa bozulması, yasa dışılık ve artan maliyetlerle ilgili hükümler içerir. Borçlu ve Garantör, Kredi Sözleşmesi'nde aşağıdakiler de dâhil olmak üzere belirli taahhütlerde bulunmaktadır: - Acentenin makul bir şekilde talep edebileceği yıllık ve yarı yıllık finansal tabloların ve diğer finansal bilgilerin teslimi, - Pari passu sıralamasının sürdürülmesi, - Temerrüt bildirim, - Negatif rehin (tanımlanan izin verilen durumlar hariç) ve - Satın Alma Sözleşmesi'ne ilişkin maddi bir değişiklik veya feragat yoktur.
Ödemede Gecikme Durumu (Events of Default)	Talep Geri Ödeme Etkinlikleri, aşağıdakiler de dâhil olmak üzere Kredi Sözleşmesi'ne dâhil edilir: - Ödeme yapılmaması, - Yanlış beyan, - Yükümlülükleri yerine getirmekte başarısız olmak,

	• Çapraz temerrüt, • İflas davaları, • Hukuksuzluk ve • Maddi olumsuz değişim.
Temizleme Dönemi	Devralınan şirketler ve iştirakleri için devralmanın tamamlanmasından 6 ay sonrasına kadar hiçbir beyan, garanti, taahhüt (aciz usulü ve mali sözleşme ile ilgili olanlar hariç) uygulanmayacaktır.
Geçerli Hukuk	İngiliz Hukuku
Vergiler ve Diğer Kesintiler	Tüm ödemeler, Borçlu veya Garantör tarafından (olağan koşullara tabi olarak) mevcut veya gelecekteki Birleşik Krallık vergileri, harçları ve diğer herhangi bir kesintiden muaf olarak yapılacaktır.
Transfere edilebilirlik	Sadece Garantör'ün rızasıyla, bu tür bir onay makul olmayan bir şekilde engellenmeyecektir. Bu onay, açıkça reddedilmediği sürece, bir talepten sonra 10 İş Günü verilmiş sayılacaktır
Belirli Fon Dönemi	Kredi Sözleşmesinin imzalanmasından en erkenine kadar geçen süre boyunca: (i) Grubun Adams işini satın aldığı günden itibaren 30 gün, (ii) Devralma Anlaşması kapsamındaki veya buna istinaden tüm yükümlülüklerin sona erdiği veya tamamen yerine getirdiği tarih veya (iii) Kredi Anlaşması tarihinden 6 ay sonra, Temsilci, tanımlandığı şekilde bir Temerrüt Durumu hariç olmak üzere, Krediyi iptal etme veya feshetme, avansların derhal ödenmesini talep etme veya satın alma işleminin tamamlanması için avans reddetme hakkına sahip olmayacaktır.

Kaynak: (Campbell ve Weaver, 2013: 99)

3.8. Sendikasyon Kredilerinin İkincil Piyasası

Kredi portföylerinin çeşitlendirilmesine imkân tanıyan etkili bir kredi risk transfer aracı olan sendikasyon kredileri, kredinin tek bir kreditörce sağlanması yerine dilimlere paylaştırılarak farklı kreditörlerce sağlanması işlemi olarak, toplam kredi riskini kreditörler arasında dağıtır ve kreditörlerin karşılaştıkları riski azaltır. Ticari bankalar, yatırım bankaları, finans şirketleri, sigorta şirketleri ve yatırım fonları krediör olarak sendikasyon kredilerine yatırım yaparak, kredi riskini bankacılık sektörü ile diğer finansal sektörler arasında paylaştırmış olurlar. Bu paylaşım ile kredi riskinin ekonomi içinde daha etkili dağıtılması sağlanır ve finansal kuruluşlar için kredi portföylerinde risk çeşitliliği sağlanarak kredi krizlerinden daha az etkilenme olanağı elde edilmiş olur.

Borçluyu yoğun araştırma ve izleme gerektiğinde lider düzenleyici, kredi riskini artırarak araştırma ve izleme konusundaki titizliği garanti etmeye çalışır. Potansiyel düzenleyiciler, borçlular şeffaf olduğunda kredinin daha büyük bir kısmını elinde tutar ve daha konsantre bir sendika oluştururlar. Ayrıca, müşteri adaylarının bilgi açısından şeffaf olduğu durumlarda, öncü düzenleyicilerin hem coğrafi yakınlık hem de önceki borç verme ilişkileri açısından borçluya daha yakın olan katılımcı borç vericileri seçtikleri görülür.

Bankalar için borçlanıcı ile kurulan ilişki, borçlanıcıya ilişkin bilgi asimetrisinin azaltılarak riskin daha iyi değerlendirilmesine olanak sağlar. İşleme katılarak borçlanıcıya kredi tahsis eden banka, işlemin getirisine ilaveten borçlanıcı kanalıyla diğer işlemlerden elde ettiği veya elde edeceği getiriye dikkate alır. Sendikasyon kredisinde, kreditor kuruluşlar birincil piyasada işlemin risk ve beklenen getiri değişkenlerini değerlendiremeyebilir.

Literatürde birincil piyasalarda yaşanan bilgi asimetrisine ilişkin yapılan çalışmalar incelendiğinde, bilgi asimetrisinin sendikasyon yapısına ve maliyetine etkilerine yönelik çıkarımların ifade edildiği görülmektedir.

Moerman (2009), bilgi asimetrisinin borç sermayesinin maliyeti üzerindeki etkisini araştırmış; bir borçlanma firması ile ilişkili bilgi asimetrisinin bir ölçüsü olarak, firmanın ikincil kredi piyasasında işlem gören kredileri kullanmış; sendikasyon kredilerinde borç verenler ile borçlu firma arasındaki bilgi asimetrisi sebebiyle ikincil kredi piyasasında kredinin daha yüksek fiyatlandığını göstermiş ve bilgi asimetrisinin borç vadesini azalttığını tespit etmiştir.

Sufi (2007), borç verenler ve borçlular arasındaki bilgi asimetrisinin sendika yapısını nasıl etkilediğine ve hangi borç vericilerin sendika üyesi olduğu üzerine vurgu yaparak sendikasyon kredisi pazarını ampirik olarak araştırmış; bilgi asimetrisinin sendikal yapıyı ve sendikaların kompozisyonunu, önemli ahlaki tehlike teorileriyle tutarlı bir şekilde etkilediğine dair kanıtlar bulmuştur.

Pessarossi, Godlewski ve Weill (2010), yabancı bankaların, yerel bankalara göre bilgi dezavantajı ile karşı karşıya olabildiğini, daha fazla bilgi asimetrisinin yabancı banka katılımını azalmasına yol açmasının beklenildiğini tespit etmiştir.

Finansal kuruluşların katılımıyla kredi sendikasyon işleminde, birincil piyasada kredi riski dağıtılmakta iken kredi dilimlerinin ikincil piyasada satılması yoluyla birincil piyasadan ikincil piyasaya kredinin transferi sağlanmış olmakta; belli ülkeler ya da bölgelerde yoğunlaşan bankalar, farklı ülkeler ya da bölgelere verilmiş sendikasyon kredileri ile değişim yaparak, riski bölge ve ülkelere yayarak riskin dağıtılması yoluyla daha etkin risk yönetimi olanağı elde edilmiş olmaktadır (Demirci ve Güner, 2012: 632).

1980'li yılların başlarında yaşanan borç krizi ve bankaların kredi portföylerinin kalitesini yükseltme istekleri ikincil pazarın doğmasında ve gelişmesinde etkili olmuştur. Sendikasyon kredileri, temelinde belli esneklikleri barındırmaya devam etse de belli standartlara ulaşmış anlaşmalar ve bu standart anlaşmalar aracılığı ile genişleyen ve gelişen bir ikincil piyasanın yolu açılmıştır.

Sendikasyon kredisine katılan bir kreditör, kredi anlaşması kapsamındaki hak ve yükümlülüklerinin tamamını veya bir kısmını ikincil piyasa aracılığıyla üçüncü bir tarafa “satmak” veya “devretmek” isteyebilir; bankalar, kısmen ya da tamamen kredilerini satarak, kredilerinde üç şekilde pozisyon değişikliği yapabilirler (Akgüç, 2012:458):

Kredinin yenilenmesi (novation), borçlunun onayı ile mevcut kredi sözleşmesi iptal edilerek yeni kredi sözleşmesi yerine konulmaktadır.

Kredinin devri temlik (assigned), kredi kullanıldıktan sonra, banka yeni alacaklı ile sözleşme yaparak, krediyi temlik etmektedir. Alacağın temlik için borçlunun onayının alınması gerekli değildir. Alacak hakkının temlik yalnız faiz ve anapara ödemelerinde uygulanır. Borçlu kredinin faiz ve anapara taksitlerini, kredinin temlik edildiği üçüncü kişiye ödemekle yükümlüdür.

Sendikasyon kredilerinin alınıp satılabilmesinin ön koşulu, taraflar arasında imzalanan genel kredi sözleşmesinin temlik edilebilir nitelikte olmasıdır. Borçlanıcı ve kreditörler, sendikasyon kredi anlaşmasını imzalanmadan önce metin üzerinde müzakere ederken temlik maddesine dair mutabakat sağlarlar. Kredi alıcısı, temerrüt durumunda satan kuruluşa geri dönemez. Borçlanıcı için işlemin temlik edilebilir özellikte olması birincil piyasa işlem maliyetlerinin düşürülmesini sağlar, buna ilaveten borçlanıcı tarafın aynı kreditörden yapabileceği diğer borçlanmalarında kreditörün borçlanıcıya tahsis ettiği limitlerinin bloke olmasını önleyerek borçlanma kapasitesini artırır. Katılım tutarlarının yüksek olduğu işlemlerde, borçlanıcının riskini almaya gönüllü olan ancak limitleri uygun ve yeterli olmayan kreditörler ikincil piyasada alım yapma imkânına kavuşurlar.

Kreditörlere, piyasaya sunulmadan ikincil piyasada satış anlaşması imkânı verilebileceği gibi sendikasyon kredisi tamamlandıktan sonra da bu imkân tanınabilir. Ancak genel yaklaşım, ikincil piyasa satışlarının birincil piyasa katılımını zedelememesi için kreditörlere satış izninin sendikasyon tamamlandıktan sonra verilmesi şeklindedir.

Temlik işlemi gerçekleştiğinde, satışı yapan banka işlemde doğan faiz ve/veya anapara vadelerinde borçlunun kendisine karşı yükümlülüğünün kalmadığını belirten matbu bir antlaşmayı satış yaptığı banka ile imzalar ve eşzamanlı olarak satış işlemini yine antlaşma gereği hem lider düzenleyiciye hem de borçluya bildirir. Borçlu bu bildirim sonucunda hangi bankaların kendisinin riskini yaklaşık hangi fiyatlarla alabildiğini öğrenir. Söz konusu veri, borçlunun ikincil piyasada alım yapan bankalarla gelecekteki ikili kredi işlemlerini şekillendirerek oluşabilecek asimetrik enformasyon sorununu azaltmasına ve kreditörler arası

rekabeti arttırarak maliyetleri düşürmesine de yardımcı olur. Lider düzenleyici, ikincil piyasadaki aktiviteyi birinci elden takip ederek gözetim işlevini kolaylaştırır. Bunun yanı sıra kreditor, lider düzenleyici olacağı daha sonraki işlemlerdeki potansiyel katılımcı banka portföyünü genişleterek/güncelleyerek katlanmak zorunda kalacağı operasyonel maliyetleri asgari düzeye çekmiş olur.

Alt katılım (sub-participation), bankanın vermiş olduğu krediye başka bir bankanın katılmasıdır. Alt katılım, yalnız iki bankayı ilgilendiren bir düzenleme olup, borçlunun onayını gerektirmez. Krediyi alt katılımcı olarak satın alan, esas kredi sözleşmesinde belirtilen faizden daha düşük oranda faiz alır.

Bankalar kredilerini satarak bu yolla sağladıkları kaynaklarını, yeniden faiz ve komisyon geliri yaratan kredilere dönüştürerek kredi kalitelerini iyileştirme olanağı yaratmış olmaktadır.

3.9. Sendikasyon Kredilerinin Avantajları ve Zorlukları

Kredi ihtiyacı içinde olan borçlu firma/kurumlar ile kabul edilebilir bir risk alınarak, gereksinim duydukları uzmanlık ve itibarı kazanarak yatırımlarını arttırma hedefinde olan banka ve/veya finans kurumlarından oluşan kredi verenler açısından, sendikasyon kredilerinin önemli avantajları mevcuttur. Aynı zamanda belirli zorlukları da mevcuttur.

3.9.1. Sendikasyon Kredilerinin Avantajları

Sendikasyon kredilerinin üstünlükleri ve avantajları şöyle sıralanabilir (Bayar ve Başar, 1999:24-25):

3.9.1.1. Borçlu İçin Avantajlar

- Borçlunun büyük miktartlı krediye ihtiyacı varsa, bu ihtiyacının tamamını tek bir bankadan temin etme ihtimali düşüktür. Çok sayıda banka ya da kredi kurumunun sendikasyona dâhil olması, tek bir işlem ve operasyonla büyük tutarlı kaynak sağlanmasına imkân vermektedir.
- Sendikasyonlar, verilen kredi tutarının paylaşılması ve kredi riskinin paylaşılıp kabul edilebilir seviyelere indirgenmesine olanak tanıyan yapısı ile sermaye şartlarına uyumu kolaylaştırmaktadır. Kredi riski çok sayıda borç veren arasında dağıtıldığından, borçlunun tek bir bankanın/finans kurumunun kontrolü altına girme ya da tek yanlı ileri sürülen kredi koşullarını kabul etme gibi durumlar söz konusu olmamaktadır.

- Sendikasyon kredisinin başarıyla tamamlanması diğer piyasa oyuncuları gözünde borçlunun itibarını arttıracığından, itibar kazanmış borçlu yeni kredi imkânlarına daha rahat bir şekilde ulaşabilme imkânı elde eder.
- Borçlunun ihtiyacı olan kredileri farklı bankalardan temin etmesi yerine tek bir kredi ile sağlayabilmesi, işini kolaylaştırması açısından önemlidir. Bu durum formaliteleri kısaltarak maliyetlerde önemli bir tasarruf sağlar.
- Çok kısa bir süreçte büyük miktartlı kredinin sağlanabilmesi borçlu için önemli bir avantaj sağlar. Sendikasyon kredileri konusunda bazı teamül ve kuralların yerleşmekte oluşu, belgelendirmede standartların oluşması, kredilerin sağlanmasındaki hızı arttırmaktadır. Bu konuda sendikasyon oluşturulmasında lider bankanın iyi seçimi, lider bankanın itibarı, finans piyasalarındaki etkinliği, kredilerin sağlanmasındaki hızı arttırmaktadır.
- Sendikasyon vasıtasıyla borçlu geniş bir bankalar topluluğuna ulaşarak, düşük maliyetle kredi sağlamış olur. Sendikasyon kredilerinin büyük tutarlı oluşu, tek bir işlemle sağlanabilmesi, birliğe katılanlar açısından kredi açmanın getirdiği bazı giderlerin söz konusu olmaması ya da azlığı, riskin göreceli olarak düşüklüğü maliyetlere yansımaktadır. Borçlu bakımından sendikasyon kredisi maliyeti, alternatif finansman imkânlarına kıyasla daha düşük olabilmektedir.
- Uluslararası kredi itibarı yüksek olmayan ülke ve şirketler, uluslararası piyasalara girme imkânı sağlar.
- Sendikasyon kredilerinde anlaşmayla sağlanan kredilendirme, taahhüt ve şartları bir sendika tarafından karşılanacağı için kredi nakit akışı kesilmez ve ödünç alanın krediyi temin edememesi gibi bir durum söz konusu olmaz; dolayısıyla ödünç alanın faaliyetleri kesintiye uğramaz.
- Borçlular kredinin alındığı ülkede ikamet etmek zorunda değildirler. Bu sayede bulunduğu ülkenin belirlemiş olduğu sermaye kısıtlamalarına tâbi olmaktan kurtulabilirler ve farklı ülke bankaları ile yeni ilişkiler kurabilirler (Simons, 1993: 45).
- Sendikasyon kredileri temerrüt dışında müzakere edilerek işlemin yeniden yapılandırılma esnekliğine sahiptir (Chamblee ve Tenholder, 2005, 7).
- İmzaların atılıp anlaşmanın yürürlüğe girmesi ile kamuya duyurulan sendikasyon kredileri aynı zamanda bankalar için bir halkla ilişkiler

aracıdır. Sendikasyonu başarıyla sağlayan, özellikle mevduat toplayan bankalar için halk nezdinde bir güven oluşur. Bu güven aracılığıyla daha düşük marj ile bireylerden fon elde edilebilir.

3.9.1.2. Katılımcılar İçin Avantajlar

- Müşterisinin finansal bakımdan iyi bir pozisyonda olması ve finansal açıdan gelişimine katkı sağlama amacıyla olan bankalar için müşterilerinin daha fazla kâr etmesi, bankayla da daha çok çalışması ve böylelikle banka-müşteri ilişkilerinin daha da güçlenmesi anlamındadır.
- Sendikasyon kredisi düzenleyen banka, müşterisinden komisyon geliri sağlar.
- Banka bir taraftan müşterisine kredi sağlamakta iken diğer taraftan da kredi riskini diğer kredi verenlerle paylaşmış olur. Banka daha geniş ve farklı ödünç alıcı yelpazesine krediyi yayarak riski farklılaştırmış olur. Kolektif şekilde krediye katılım sağlanması ile tek bir bankanın yüksek bir riske katlanması durumu ortadan kalkmış olur (Tunay, 2005:660).
- Küçük bankalar, büyük ve piyasa etkinliği yüksek bankaların oluşturduğu bir sendikasyona katılarak bu tür kredilerin getirdiği yüksek faizlerden yararlanırlar.
- Sendikasyon kredileri için (temerrüt dışında) müzakereler yapılarak işlemin yeniden yapılandırılması esnekliği mevcuttur.
- Bankalar, yeni ilişkilere yatırım yapmaktan ve mevcut ilişkileri beslemekten faydalanırlar (Karlquist ve Perez, 2007:35).
- Sendikasyon kredilerine katılmanın alt seviyedeki katılımcılara da sağladığı birtakım avantajlar söz konusudur. Bankalar, coğrafi konumlarından dolayı veya söz konusu işlemin doğasından kaynaklanan nedenlerle sendikasyon işlemini tek başına gerçekleştiremeyebilirler ya da bunu gerçekleştirmenin kendilerine yükleyebileceği maliyete katlanmak istemeyebilirler. Söz konusu bu küçük katılımcılar çok iyi bir komisyon geliri elde etmemelerine rağmen, katılımları nedeniyle daha sonra kârlı işlemlerle ödüllendirilebileceklerini düşünebilirler.

3.9.2. Sendikasyon Kredilerinin Zorlukları

Sendikasyon kredileri, sağlamış oldukları avantajlara karşın taraflar açısından bazı zorluklar doğurabilmektedir. Bu zorluklar şu şekildedir (Bayar ve Başar, 1999:25):

3.9.2.1. Borç Verenler Açısından Zorluklar

- Kredi analizinin, uluslararası kredi portföyünün geniş bir alana yayılması ve bu kredi portföyünün borç verilecek ülke ya da kurumla ilgili olarak birçok değişkenle ilişkili olması neticesinde sağlıklı yapılamaması,
- Uluslararası piyasalarda meydana gelebilecek kriz olasılığı ve kriz durumlarında açılan sendikasyon kredilerinde geri ödenmeme riskinin oluşması,
- Kredi onayı sürecinde, borçlunun bulunduğu ülkenin risklilik seviyesi ve borçlunun kredi değerliliği tespiti gibi işlemler sonrası borçlu kredi limitlerinin belirlenmesinin zor ve komplike süreçler içermesi,
- Uluslararası finansal piyasalardaki rekabet,
- Genel kabul görmüş kredi standartlarının olmaması,
- Optimum portföy yapısı içerisinde sendikasyon kredilerinin payının belirlenmesi.

3.9.2.2. Borç Alanlar Açısından Zorluklar

- Uluslararası piyasalar hakkında bilgi eksikliği,
- Kredilere ilişkin yapılan vergi düzenlemeleri ve fon kesintileri ile maliyetlerin yükselmesi,
- Borç veren tarafın ücret ve komisyonlara ilaveten diğer bankacılık faaliyetleri ile ilgili ek sorumluluklar getirmesi.

3.10. Sendikasyon Kredilerinin Tarihsel Gelişimi

Sendikasyon kredilerinin kökeni bir borçlanma türü ve kredi tekniği olarak oldukça eski zamanlara kadar uzanmaktadır.

3.10.1. Dünyada Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi

Orta Çağa kadar uzanan ilk konsorsiyum kredileri, 19. yüzyılda ve 20. yüzyılın başlarında Londra'daki bankalarca, müşterilerine düzenlenen büyük krediler için kullanılmıştır.

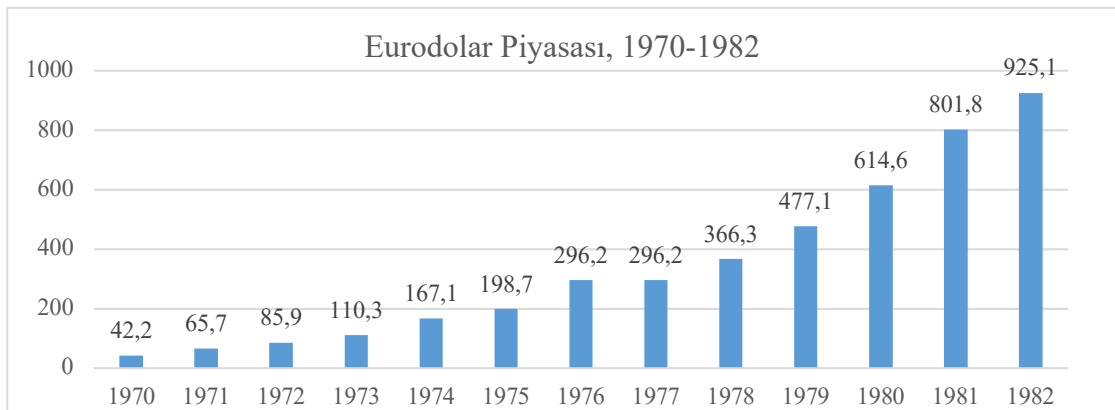
Modern sendikasyon doğuşu, 2. Dünya Savaşı sonrasında, Amerika'daki ticari bankaların kurumsal müşterilerine karşı orta vadeli taahhüt altına girmesi ile başlar (Apak, 1993:70).

1960'lı yılların sonu ile 1970'li yılların başında, Londra merkezli eurodolar bankacılığındaki gelişmeler ve eurodolar cinsi borçlanma araçlarının yaygın olarak kullanım sürecinin başlaması, sendikasyon kredilerinin bugünkü yapısına benzer bir oluşuma önemli katkıları olduğu kabul edilmektedir.

ABD'nin ödemeler dengesini düzenlemek amacı ile 1964, 1965 ve 1968 yıllarında hazırlanan programlar ve kanuni düzenlemeler, ABD sınırları dışında otoritelerin kontrol ve denetiminden uzak yeni bir eurodolar piyasasının oluşmasını teşvik ederek sendikasyon kredilerinin gelişiminde önemli katkılar sağlamıştır. Bu dönemde büyük ticari bankalarca, geri kalmış ya da gelişmekte olan ülkelere ve bu ülkelerdeki devlet kurumlarına sağlanan krediler ile başlayan sendikasyon kredileri, ilerleyen yıllarda ABD'de faaliyet gösteren kurumsal firmaların piyasalara olan ilgisinin ve kredi taleplerinin artması ile farklı bir borçlu yapısına dönüşmeye başlamıştır. Bu süreç içerisinde, ABD içinde New York merkezli yeni bir sendikasyon kredi piyasası oluşmaya başlamış ve bu piyasa ABD doları cinsinden yapılan işlemlerde ön plana çıkmıştır (Altunbaş, Blaise ve Kara, 2009: 690). Avrupa piyasasını etkileyen ilk euro kredi, Avusturya için Bankers Trust'ın 1968'de düzenlemiş olduğu 100 milyon dolar tutarındaki kredi olmuştur (Bayar ve Başar,1999:22).

Grafik 4'te 1970-1982 tarihleri arasında eurodolar piyasasının gelişimi gösterilmektedir.

Grafik 4. Eurodolar Piyasasının Gelişimi, 1970-1982 (Milyar Dolar)



Kaynak: (Altunbaş, Kara ve Gadanez, 2006:692)

Londra merkezli sendikasyon kredileri piyasasının gelişiminde, 1973 yılında ortaya çıkan petrol krizinin çok önemli etkileri olmuştur (Altunbaş, Blaise ve Kara, 2007-691). Petrol fiyatlarındaki hızlı yükseliş ile birlikte özellikle körfez ülkelerinin petrol ihracatından elde ettiği dolarları (Petro-dolar) ABD yerine Avrupa'daki bankalarda tutmaları, bu bankalarda önemli miktarda eurodolar adı verilen stokun oluşmasını sağlamıştır. ABD'de bulunan bankaların tersine Avrupa'daki bu bankalarda dolar hesapları için munzam karşılık ayırma zorunluluğunun olmaması, ABD'li bankalara sonsuz para yaratma fırsatı vermiştir. Bu durumun farkına varan ABD bankaları, öncelikle Londra olmak üzere Avrupa'nın önemli merkezlerinde şubeler açmaya ve elde ettikleri eurodolarları başta Latin Amerika ülkelerinin de arasında bulunduğu gelişmekte olan ülkelere sendikasyon kredileri yolu ile borç olarak vermeye başlamışlardır.

1970'li yılların başlarında sendikasyon kredilerinin *kaynağını* petrol fiyatlarındaki artışla yüksek kazanç sağlayan petrol üreticileri oluşturmakta iken *müşterilerini* ise genel olarak petrol ithalatçısı konumunda bulunan ve artan petrol fiyatları ile yüksek bütçe açıkları vererek daha fazla borçlanmak durumunda kalan (Brezilya, Şili ve Arjantin gibi) Latin Amerika ülkeleri ile (Yugoslavya, Polonya ve Macaristan gibi) Sovyet Bloğu ülkeleri olmuştur. Bu ülkeler dışında, ülkelerindeki altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla yüksek petrol fiyatlarına güvenerek aşırı borçlanan (Venezuela, Meksika ve Nijerya gibi) petrol ihracatçısı ülkeler de sendikasyon kredilerine oldukça fazla talep göstermişlerdir (Cerutti, Hale, Minoiu; 2014:8).

1970'li yıllar sendikasyon kredileri piyasalarının istikrarlı bir şekilde büyüdüğü, işlem sayılarının ve toplam işlem hacimlerinin sürekli olarak arttığı bir dönem olmuştur.

1972 yılında Instituto Mobiliare Italiano'nun almış olduğu 200 milyon dolarlık 5 yıl vadeli kredi, ilk sendikasyon kredisi olarak kabul edilmektedir (Kalaycıoğlu, 1999:1).

1979 yılında SSCB'nin Afganistan'ı işgali ile içine girdiği ekonomik zorluklar, tüm doğu bloku ülkelerini etkilemiş ve yaşanan bu olumsuz durum Polonya'nın 1981 yılında borçlarını ödeyememesi ile zirveye çıkmıştır. 1982'de Meksika'da başlayan ve daha sonra Filipinler, Venezuela Brezilya ve Arjantin gibi dış borçları ağırlıklı bir biçimde sendikasyon kredilerinden oluşan ülkelerdeki borç krizi, kredi piyasasını olumsuz etkilemiş ve sonuç olarak sendikasyon kredileri hacimsel olarak tarihi dip seviyesini 1985 yılında görmüştür.

Sendikasyon kredilerinin gelişimi genel itibariyle üç fazda değerlendirilir ise ilk dönem (1970-1982) “*devletlere sağlanan krediler*” olarak tanımlanabilir ki bu krediler Asya, Afrika ve Latin Amerika ülkelerine yabancı sermayenin yönlendirilmesi işlevini görmüştür (Gadanecz, 2004-75).

Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik sorunlar, son 40 yılda çoğu kez uluslararası finansal krizleri tetiklemiştir. 1982 Meksika krizi, Brady sermayelerinin gelişmesiyle birlikte uluslararası sermaye piyasalarının işleyişinde önemli bir etkiye sahip olan ilk krizlerden biri olmuştur (Altunbaş ve Gadanez, 2003:1). 1982 ağustosunda Meksika'nın sendikasyon kredileri kapsamında alınan kamu borçlarına tahakkuk eden faiz ödemelerini yapamaması ile süreç kesintiye uğramış ve Brezilya, Arjantin Venezüella gibi Latin ülkeleri ile Filipinler'in de ödeme sıkıntısı yaşaması, küresel sendikasyon kredileri piyasasının küçülmesini derinleştirmiştir.

Sendikasyon kredilerinin gelişim sürecindeki ikinci dönem, “*Latin Amerika krizi ile Brady Planı (1982-1989)*” dönemi arasındadır (Gadanez, 2004-76).

1987’de gelişmekte olan ülkelere ABD merkezli birçok banka tarafından verilmiş olan bu krediler, zarar olarak kaydedilmeye başlanmış ve bu dönemin ABD Hazine Bakanı Nicholas Brady’nin önderliğinde krizden çıkış amacını sağlamak için planlama için görüşmeler yapılmaya başlanmıştır. Müzakereler sonucunda, uygulanan plan kapsamında kreditorlerin sendikasyon kredileri üzerinde bulunan haklarının (ABD Hazinesi garantörlüğü ile) Brady tahvilleri ile değişimi sağlanmıştır. 1989’da yürürlüğe konulan Brady Planı sendikasyon kredileri piyasasında yeni bir dönemin başlangıcı olmuş, önemli kayıplar yaşayan bankalar daha gelişmiş risk ölçüm teknikleri kullanmaya başlamışlardır.

Üçüncü dönem ise “*Brady Planı sonrası (1990 ve sonrası)*” dönemdir. Brady Planı, sendikasyon kredileri piyasasına tekrardan itici güç sağlamıştır. Borç krizinden gerekli dersi çıkaran ABD bankaları, 1990’lı yılların başından itibaren verdikleri kredilerde riskin ölçümü ve fiyatlandırılması konusunda bono piyasasındaki tecrübelerinden de faydalanarak çok daha ileri ve karmaşık teknikler kullanmaya başlamışlardır. Sendikasyon kredileri, 1990'larda önemli bir büyüme gösteren asırlık bir süreç olmuştur (Dennis and Mullineaux, 2000:407). Bu dönemde nakit blokaj gibi karşılıkların kullanımı da artmıştır. Bankaların daha özellikli araçlar kullanması ve kredilerin performansı ile ilgili bilgilerin de açığa çıkması, sendikasyon kredilerinin ikincil piyasada emeklilik ve sigorta fonu şirketleri gibi banka harici finansal kuruluşların katkısı ile kademeli olarak cazip bulunmasını sağlamıştır.

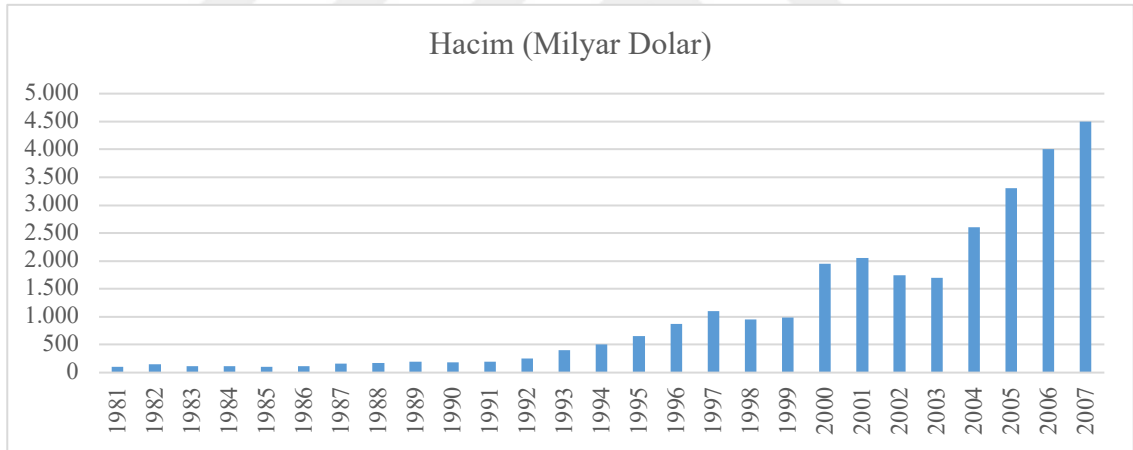
Uluslararası finans piyasalarında sendikasyon kredilerin payı 1990’lı yılların başından itibaren düşme eğilimi göstermiştir. Tasarruf sahiplerinin daha likit bir yatırım aracı olan finansman bonosuna yönelmesi ve sermaye piyasalarında sağlanacak finansman maliyetinin sendikasyon yoluyla finansman sağlamaya göre maliyetinin daha düşük olması bu azalma eğiliminde etkili olmuştur. Ayrıca Körfez Savaşı’nın bir sonucu olarak piyasalarındaki

belirsizlik ve tedirginlik sendikasyon kredilerinde kısmen daralmalara yol açmıştır. Asya krizi sonrasında gelişmekte olan ülkelerin taşıdığı riskler, Avrupa ve Japonya’da getirilerin düşük olması, yatırımcıları ABD tahvillerini almaya yönlendirmiştir. Sermaye akımlarının ABD’yi tercih etmesinde önemli rol oynayan diğer bir faktör de yeni teknoloji şirketlerinin performanslarına ilişkin olumlu beklentiler olmuştur.

1999 yılından itibaren dünya genelinde sendikasyon kredileri hızla artmaya başlamıştır. 2000’li yıllarda bu kredilerdeki artış dünya genelinde ciddi bir piyasa oluşmasına yol açmıştır.

ABD’ye düzenlenen 11 Eylül 2001 saldırıları sonrasında Afganistan’a yapılan müdahale ve terörün finansmanını engellemeye yönelik bazı ülkelere yapılan yaptırımlar, dünya ekonomisinde durgunluğa sebep olmuş ve uluslararası sendikasyon piyasasını da olumsuz etkilemiştir.

Grafik 5’te 1981-2007 dönemi uluslararası sendikasyon kredisi piyasası gelişimi gösterilmektedir.



Grafik 5. Uluslararası Sendikasyon Piyasasının Gelişimi (1981-2007)

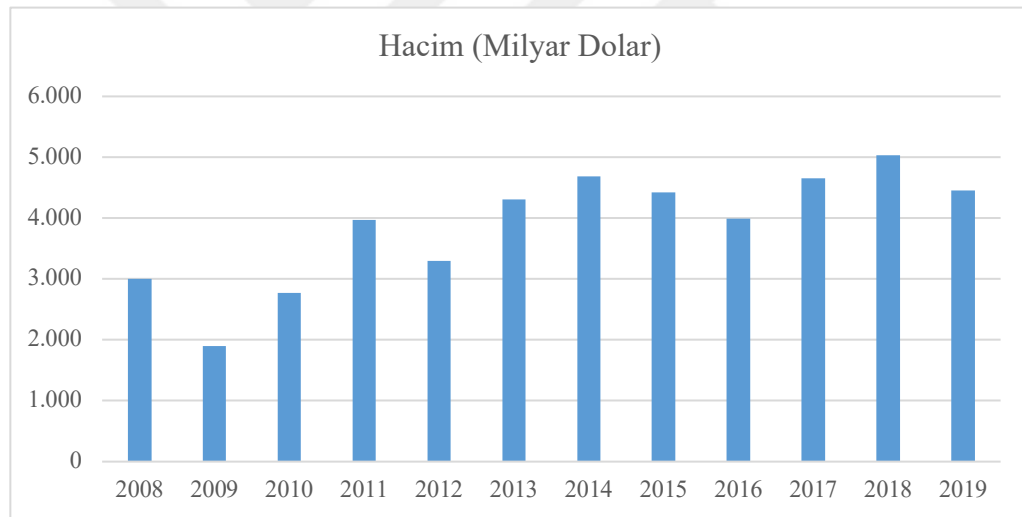
Kaynak: (Le, Gasbarro ve Zumwalt, 2008:4)

Sendikasyon kredileri, kriz yılları haricinde artışını sürdürmüştür.

ABD’de 2007 yılında konut piyasasında başlayan çöküntü finansal piyasalarda büyük bir istikrarsızlığa neden olmuştur. Aşırı değerlendirilerek balon gibi şişen varlık fiyatları krizin ABD ile sınırlı kalmayıp, tüm dünyaya yayılmasına ve mortgage krizinin bir kredi ve likidite krizi haline dönüşmesine yol açmış, piyasalarda ani alım satımlara neden olmuş ve başta emtia piyasaları olmak üzere diğer piyasaları da olumsuz etkilemiştir. Sermaye hareketliliği ve

likiditenin artmasıyla oluşan yeni finansal ortama, mevcut finansal düzenleme yapısı ve hızı yetişememiş ve düzenleyici otoriteler, dalgalanma başlamadan önce ısrarla yürüttükleri politikaları değiştirmek zorunda kalmıştır. Fannie Mae ve Freddie Mac adlı mortgage kurumları kamulaştırılmış ve 2008 Eylül’de 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers iflas etmiştir (Lehman Brothers’ın batmadan bir gün önceki kredi notu AAA, yani en yüksek seviyedeydi) (Tekin, 2016:199). Lehman Brothers’ın batmasını takiben, sendikasyon kredileri piyasası ciddi düşüş yaşamıştır. 2008 yılında ABD merkezli mortgage krizi, sendikasyon kredileri piyasalarında özellikle 2008-2009 yıllarında etkili olmuştur. 2007 ve 2008 kriz sürecinde bankalar sendikasyon kredileri piyasasına verilen kredi miktarını azaltmış ve şartlarını sıkılaştırmıştır (Alexandre, Bouaiss ve Refait, 2014:20).

2008-2019 yılları itibariyle küresel sendikasyon kredisi piyasasının hacmine ilişkin seyir Grafik 6’da gösterilmektedir³.

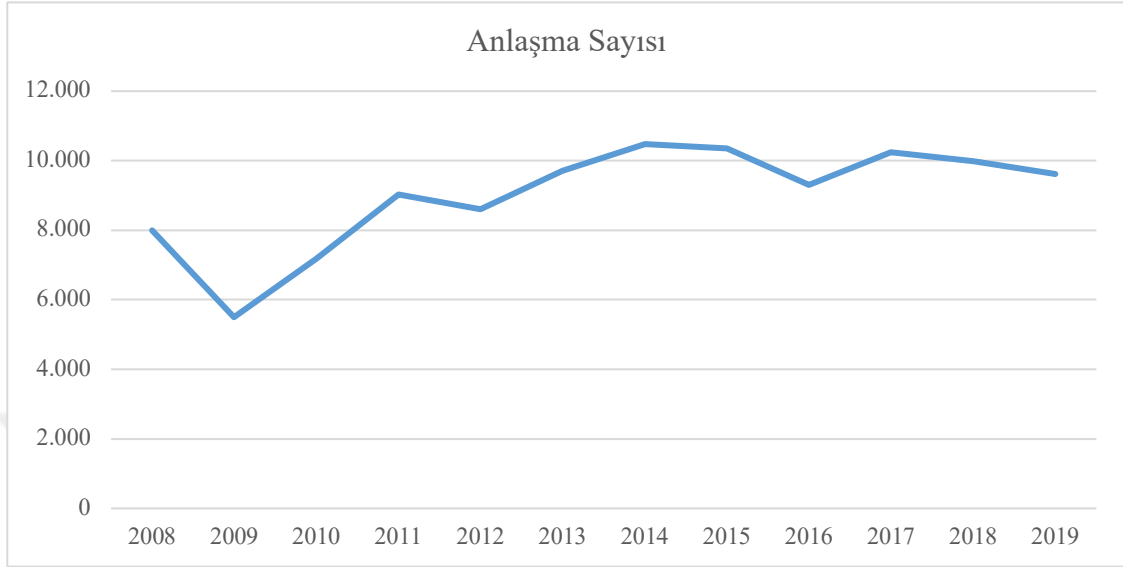


Grafik 6. Küresel Sendikasyon Kredi Piyasası (2008-2019)

Kaynak: Global Syndicated Loans Review (Thomson Reuters)

³ 2008-2019 tarihleri arasında küresel sendikasyon kredileri piyasası, ülke bazında hacimsel dağılımı ile anlaşma sayılarına ilişkin veriler Thomson Reuters’un raporlamalarından temin edilmiş olup, ilgili tablolar ekler bölümünde yer almaktadır.

Küresel düzeyde kullandırılan sendikasyon kredilerinin sayısal dağılımı Grafik 7’de gösterilmektedir.



Grafik 7. Küresel Sendikasyon Kredisi İşlem Adetleri (2008-2019)

Kaynak: Global Syndicated Loans Review (Thomson Reuters)

2010 ve 2011 yılları arasında sendikasyon kredileri piyasalarında toparlanma yaşanmış ancak Yunanistan’da yaşanan borç krizi, kısa sürede diğer Euro bölgesi ülkelerini de tehdit etmiş; Euro bölgesinde Yunanistan, İzlanda, İrlanda, Portekiz, İtalya ve İspanya gibi ülkeleri de baskı altına almıştır. 2012 yılında Avrupa ülkelerinden gelen kötü haberler 2013 yılını da negatif etkilemiştir.

2011 yılının tamamı için küresel sendikasyon kredileri, 2010 yılının tamamına göre %42 artışla 3,9 trilyon dolara ulaşmıştır. 2011 boyunca yıllık kredi faaliyeti, 2007'den bu yana sendikasyon kredileri için en iyi tam yıllık dönemi işaret etmiştir. 2011 yılının tamamında 9000'in biraz üzerinde işlem ile tamamlanmış ve 2010'a göre %25'lik bir artış olmuştur.

2012 yılının tamamı için küresel sendikasyon kredileri 3,2 trilyon ABD dolarına ulaşmış ve 2011 yılının tamamına göre %19'luk bir düşüşü temsil etmiştir. 2012 yılı boyunca 8300'ün biraz üzerinde işlem ile tamamlanmış, 2011'e göre %8'lik bir düşüş olmuştur.

2013 yılının tamamı için küresel sendikasyon kredileri, 2012 yılının tamamına göre %29 artışla 4,2 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. 2013 yılı boyunca yaklaşık 9500 işlem ile tamamlanmış ve 2012 yılının tamamına kıyasla %10 artış göstermiştir.

2014 yılının tamamında küresel sendikasyon kredileri 4,7 trilyon ABD dolarına ulaşmış, 2013 yılının tamamına göre %9 artış göstermiştir. 2014 yılının tamamı boyunca yaklaşık 10.500 işlem ile tamamlanmış ve 2013 yılının tamamına göre %8'lik bir işlem artışı söz konusu olmuştur.

2015 yılının tamamında küresel sendikasyon kredileri 4,6 trilyon ABD dolarına ulaşmış, bir yıl öncesine göre %3 düşüş göstermiş ve 2013'ten bu yana en yavaş yıllık kredi dönemi olmuştur.

2016 yılının tamamında küresel sendikasyon kredileri, bir yıl öncesine göre %10 düşüşle 4 trilyon ABD dolarına ulaşmış ve 2012'den bu yana küresel borç verme için en yavaş yıllık dönem olmuştur.

2017 yılının küresel sendikasyon kredileri, tüm yıl boyunca 9.887 işlemten 4,6 trilyon ABD dolarına ulaşırken, geçen yıla göre hasılatla %12, tamamlanan kredi sayısında ise %3 artış görülmüştür.

2018 yılında dünya çapındaki sendikasyon kredisi, yaklaşık 10.000 tamamlanmış işlem ile 5.03 trilyon dolar tutarında rekor bir değer kazanmış ve ilk kez 5 trilyon doları aşarak, toplam gelirlerde %8 artış ile 2017 yılına göre %8 artmıştır. ABD en büyük payı oluşturmuştur. 4.362 adet tamamlanmış krediden 2,91 trilyon dolar tutarında rekor bir değere sahip olan küresel borç verme piyasasında, işlem sayısındaki %2'lik düşüşe rağmen, %8 tutar artışı sağlanmıştır (Thomson Reuters, 2018). Avrupa'da borçlanma, 1.469 adet işlemten 914,8 milyar dolara ulaşırken, dolar bazında %8 artış ve anlaşma sayısına göre %2 artış göstermiştir. Asya Pasifik bölgesinde borç verme, 2017'ye kıyasla %1'lik bir artış kaydederken, %12 daha az anlaşmaya rağmen 514,5 milyar dolar gelir elde etmiştir.

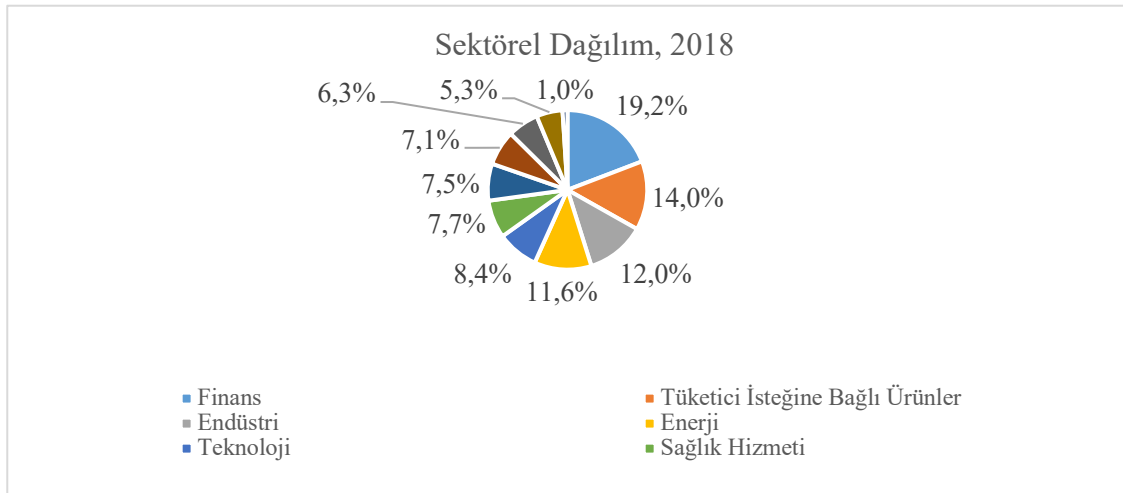
Tablo 7, 2018 yılları için global sendikasyon kredilerinin en büyük 10 düzenleyici firması, kullandırım tutarları ve işlem adetlerini 2017 yılı ile kıyaslayarak göstermektedir. 2018 yılında JP Morgan, Bank of America ve Citi en fazla hacim yaratan ilk üç firma arasında yer almaktadır.

Tablo 7. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi, 2018

Kuruluş	Sıra	FY 2018			FY 2017	
		Pazar Payı (%)	Hacim (Milyon Dolar)	İşlem Sayısı	Önceki Sıra	Önceki Pazar Payı (%)
JP Morgan	1	10.18	439.362	1.336	2	9.09
Bank of America Merrill Lynch	2	9.22	398.260	1.348	1	9.36
Citi	3	5.65	244.116	784	3	5.32
Wells Fargo Securities	4	5.45	235.508	804	4	5.29
Goldman Sachs	5	3.57	154.037	552	7	3.41
Barclays	6	3.40	147.073	612	5	4.08
RBC Capital Markets	7	3.27	141.274	595	8	3.24
Mitsubishi UFJ Financial Inc	8	3.04	131.458	477	13	2.27
BNP Paribas	9	3.04	131.218	522	12	2.52
Deutsche Bank	10	2.95	127.366	515	6	3.63
TOPLAM		100%	4.315.249	6.864		100%

Kaynak: Bloomberg, 2018

Tablo 8 ve Şekil 3'te ise 2018 yılı global sendikasyon kredisi kullanımlarının sektörel dağılımı verilmiştir. %19,2 finans, %12 endüstri, %11,6 enerji sektörleri şeklindedir.

**Şekil 3. Küresel Sendikasyon Kredisi Sektörel Dağılımı, 2018****Kaynak: Bloomberg, 2018**

Tablo 8. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi: Sektörel Dağılımı, 2018 (Milyon Dolar)

Sektörler	Hacim (Milyon Dolar)	Toplam (%)
Finans	939.564	19,2%
Tüketici İsteğine Bağlı Ürünler ⁴	698.511	14,0%
Endüstri	587.493	12,0%
Enerji	566.848	11,6%
Teknoloji	409.335	8,4%
Sağlık Hizmeti	378.251	7,7%
Malzeme	385.339	7,5%
Komünikasyon	346.414	7,1%
Tüketici Temel Ürünleri ⁵	308.681	6,3%
Kamu Hizmetleri ⁶	260.502	5,3%
Devlet	48.888	1,0%

Kaynak: Bloomberg, 2018

2019 yılı toplam küresel kredi hacmi %14,74 azalarak 4,4 trilyon dolar olurken, toplam anlaşma sayısı yıllık bazda %9,11 azalarak 8.164 adet olmuştur.

Tablo 9, 2019 yılı için global sendikasyon kredileri piyasasında en büyük 20 düzenleyici firması, kullandırım tutarları, işlem adetleri ve toplam içerisindeki payları göstermektedir. Tabloya göre sendikasyon kredilerinde %9,63'lük pay ile portföy anlamında küresel liderlik BofA Securities'da bulunmaktadır. BofA Securities 2019 yılı içerisinde 1.270 adet, 366.692 milyon dolar sendikasyon kredisi ile %9,63'lik pazar payına sahiptir. JP Morgan ve Citi kredili pazar payında sırasıyla %9,17 ve %5,70 ile ikinci ve üçüncü sırada yer almıştır.

⁴ (Consumer discretionary), bireylerin ancak fazla nakitleri olduğunda satın alabilecekleri, temel olmayan ürünleri içeren sektördür. Ör. Dayanıklı tüketim malları

⁵ Tüketici temel gıda maddeleri (Consumer staples), ekonominin durumu veya finansal durumu ne olursa olsun, çoğu insanın yaşaması için gerekli olan ürünleri kapsayan bir endüstri sektörüdür. (Yiyecek, içecek, ev eşyaları, hijyen ürünleri gibi)

⁶ Kamu hizmetleri sektörü (Utilities), su, kanalizasyon hizmetleri, elektrik, barajlar ve doğalgaz gibi temel kolaylıkları sağlayan şirketler kategorisini ifade eder.

Tablo 9. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi, 2019 (Milyon Dolar)

Sıra	Kuruluş	Miktar (Milyon Dolar)	Sayı	Toplam (%)
1	BofA Securities	366.692	1.270	9,63%
2	JP Morgan	349.315	1.214	9,17%
3	Citi	216.907	747	5,69%
4	Wells Fargo	215.715	824	5,66%
5	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	137.884	453	3,62%
6	Barclays	135.535	514	3,55%
7	BNP Paribas	122.624	549	3,22%
8	RBC Capital Markets	103.944	447	2,73%
9	Morgan Stanley	103.828	289	2,72%
10	HSBC	101.517	202	2,66%
11	Goldman Sachs	95,933	501	2,51%
12	Deutsche Bank	95,167	419	2,49%
13	Mizuho Financial	88,759	463	2,33%
14	BMO Capital Markets	83,347	355	2,18%
15	Credit Suisse	71,196	452	1,87%
16	Credit Agricole CIB	70,173	374	1,84%
17	TD Securities	66,956	376	1,76%
18	Scotiabank	66,554	272	1,74%
19	Sumitomo Mitsui Financial	64,742	282	1,70%
20	Bank of China	59,513	302	1,56%
Genel Toplam		3.807.842	6.616	100,00%

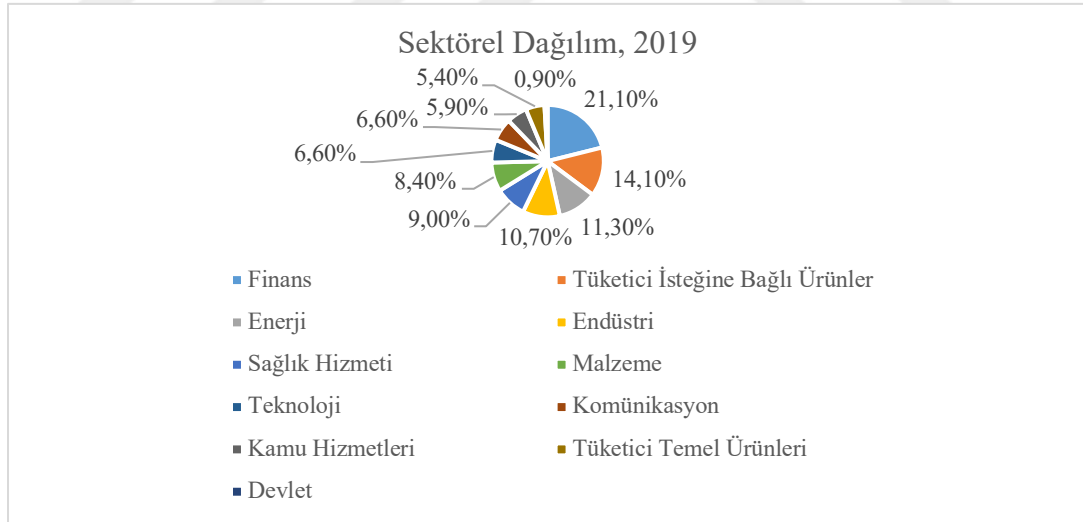
Kaynak: Global Capital (Son Görülme, 29.12.2019)

Tablo 10 ve Şekil 4'te ise 2019 yılı itibariyle global sendikasyon kredisi kullanımlarının sektörel dağılımı verilmiştir. %21,1 finans, %11,3 enerji, %10,7 endüstri sektörleri şeklindedir.

Tablo 10. Küresel Sendikasyon Kredisi Hacmi: Sektörel Dağılımı, 2019

Endüstri	Hacim (Milyon Dolar)	Toplam (%)
Finans	922.171	21,1%
Tüketici İsteğine Bağlı Ürünler	613.679	14,1%
Enerji	493.507	11,3%
Endüstri	467.001	10,7%
Sağlık Hizmeti	394.801	9,0%
Malzeme	364.958	8,4%
Teknoloji	288.480	6,6%
Komünikasyon	286.772	6,6%
Kamu Hizmetleri	258.015	5,9%
Tüketici Temel Ürünleri	234.392	5,4%
Devlet	38.551	0,9%

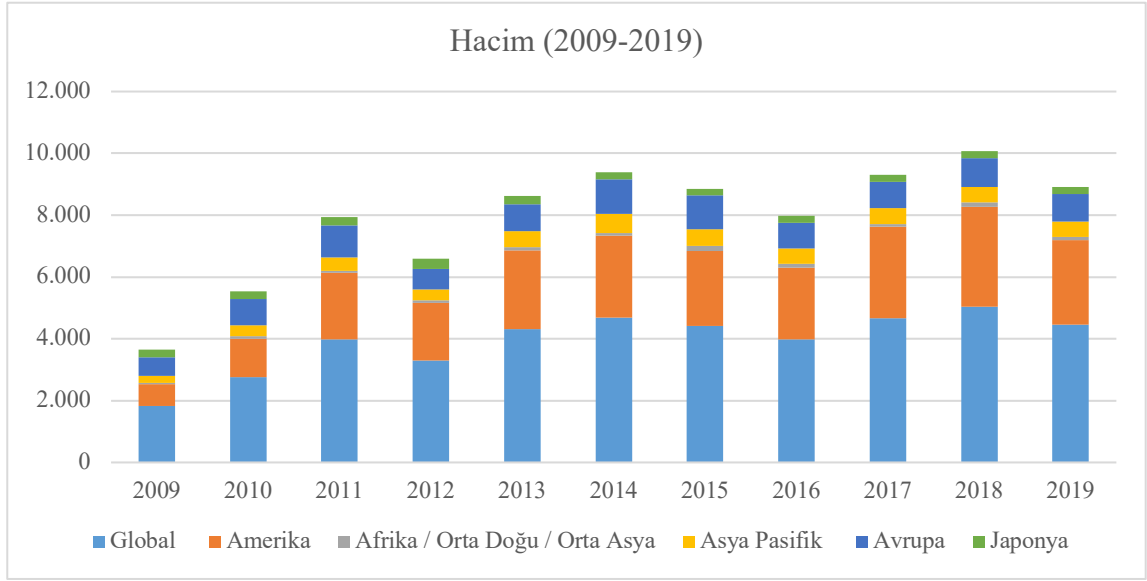
Kaynak: Bloomberg, 2019



Şekil 4. Küresel Sendikasyon Kredisi Sektörel Dağılımı, 2019

Kaynak: Bloomberg, 2019

Grafik 8’de 2009-2019 yılları itibariyle küresel sendikasyon kredisi piyasası hacmi borçlanıcı ülke gruplarına göre gösterilmektedir



Grafik 8. Borçlanıcının Ülkesine Göre Sendikasyon Kredisi Hacimleri (Milyar Dolar)

Kaynak: Global Syndicated Loans Review (Thomson Reuters)

Sendikasyon kredileri piyasalarının gelişmesindeki önemli faktörlerden biri de Standard & Poors, Moody's, Thomson Reuters, Securities Data Corporation, Loan Pricing Corporation gibi kredi derecelendirmesi, kredi endekslerinin oluşturulması, kredi riski modellemesi gibi çalışmalar yapan ve piyasada bilginin artmasını sağlayan araştırma ve veri şirketlerinin bu piyasaya gösterdikleri yoğun ilgi olmuştur. Sendikasyon kredilerinin derecelendirilmesi hem borçluların hem de kredi işlemlerinin taşıdıkları riske yönelik bilgileri daha tarafsız, şeffaf ve erişilebilir hale getirerek piyasanın etkinliğine katkıda bulunmuştur.

Son yıllarda sendikasyon piyasalarının gelişiminde etkisi olan faktörlerden biri de hiç kuşkusuz yaşanan teknolojik gelişmelerdir. Birçok alanda olduğu gibi para piyasalarında da bilgi teknolojilerindeki ilerleme, oluşturulan teknolojik ağlar ile bilgi paylaşımının kolaylaşması, para piyasasında dijital işlemlerin gerçekleştirilebilmesi gibi faktörler sayesinde piyasalarda bilgi artmış, çeşitlenmiş ve daha şeffaf hale gelerek gerek birincil gerek ikincil piyasaların gelişmesinde ve gerçekleşen işlemlerin uluslararası nitelik kazanmasında etkili olmuştur. Küresel sendikasyon kredisi piyasası, standartlaşan kurumsal düzenlemeler ile ilk ortaya çıktığı durumdan çok daha profesyonel, verimli ve şeffaf bir sermaye piyasası olarak faaliyet göstermektedir.

Dünya sendikasyon kredi hacminin büyük bölümü gelişmiş ülkeler tarafından sağlanmakta ve kullanılmakta iken küreselleşmenin etkisi ile dünya sendikasyon piyasasındaki

payın gelişmekte olan ülkelere doğru artış gösterdiği gözlenmektedir (Artar ve Çemberci, 2016:97).

3.10.2. Türkiye’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi

Ekonominin dışa açılmaya başladığı, serbest piyasa ekonomisi ve ihracata dayalı büyüme politikalarının benimsendiği, yabancı para ile borçlanmanın kolaylaştırıldığı, ekonomik ve finansal serbestleşme süreçlerinin görüldüğü 1980 sonrası dönemde, Türkiye’de sendikasyon kredileri bankalar tarafından sıklığı artan bir şekilde kullanılmaya başlamıştır. Sendikasyon kredileri, Türkiye’de büyük ölçekli şirketler tarafından kullanılsa da daha fazla oranda ve miktarda bankalar tarafından faydalanılan finansal bir enstrüman olmuştur. Yani, uluslararası kredi piyasasından elde edilen sendikasyon kredilerinin ağırlıklı kısmı bankalarca kullanılmaktadır (Sarıgül, 2015:119). Sendikasyon kredileri bir tür dış borçlanma yöntemi olup Türk bankaları için mevduatlar dışındaki en önemli fon kaynağı olarak kabul edilmektedir (Bulut, 2010:1).

Sendikasyon kredilerinin yapıları itibarı ile bir dış finansman aracı olmaları nedeni ile 1980 yılına kadar geçen dönemde ülkenin dış borçlanma tarihçesi ve 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde gerçekleşen yapısal değişimler ve bu değişimlerin sendikasyon kredileri üzerindeki etkileri onar yıllık dönemler halinde ele alınacaktır. Son olarak ise çalışma dönemi olan 2003-2019 yılları arasında ve sonrasında, Türk bankacılık sektörü tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerine dair istatistikî bilgiler sunulacaktır.

3.10.2.1. 1980 Öncesi Dönem

Sendikasyon kredilerinin çok az kullanıldığı 1980 öncesi dönemde Türkiye’nin dış borçlanma tarihçesi yabancı devletler ve uluslararası kuruluşlardan alınan hibe ve krediler ile başlamıştır. Cumhuriyetin ilk yıllarındaki dış borçlanmalar, Osmanlı İmparatorluğu’ndan devralınan borçların ödenmesi ve demiryolları, limanlar, elektrik gibi kamu hizmetlerini gören yabancı imtiyazlı şirketlerin millileştirilmesi amaçlarına hizmet etmiştir. Bu amaçlar dışında Türkiye Cumhuriyeti tarafından temin edilen ilk yurtdışı kredi, ABD’nin Delaware eyaletinde faaliyet gösteren The American Turkish Investment Company’den alınan iktisadi cihazlanma kredisidir. 14 Haziran 1930 tarihinde alınan 25 yıl vadeli, %6,5 faizli 10 milyon dolar tutarındaki bu kredi karşılığında İstanbul’da bir kibrit fabrikası kurulması şartı ile “Kibrit ve Çakmak İnhisarı”⁷ na ait işletme hakları 25 yıl süre ile bu şirkete devredilmiştir (Evgin, 2000).

⁷ İnhisar, tekel, bir şeye tek başına sahip olma anlamındadır.

İkinci dış borçlanma ise 1934 yılında Türkiye'nin ilk beş yıllık kalkınma programı kapsamında yapılacak yatırımların finansmanı amacı ile Sovyetler Birliği'nden alınan kredi olmuştur. Bu kredinin mümkün olmasını sağlayan, programın gerektirdiği yatırımların yapılabilmesi ve bazı fabrikaların inşası olmuştur (Evgin, 2000).

27 Mayıs 1938 tarihinde İngiltere'den alınan 16 milyon İngiliz sterlini tutarındaki kredi ise borç ödemesi ve askeri amaçlar için kullanılmıştır. Türkiye'nin dış borçlanması ikinci dünya savaşı süresince de devam etmiştir. Bu dönemde yapılan üçlü anlaşmalar çerçevesinde müttefik devletler olarak Fransa ve İngiltere'den borç alınmış ve bu borçlar özellikle askeri malzeme alımları için kullanılmıştır. Ayrıca Almanya'dan da askeri teçhizat alımında kullanılmak üzere bir kredi alınmıştır.

İkinci dünya savaşı sonrasında, Türkiye'nin dış borçlanmasında Amerika'nın ön planda olduğu görülmekte olup, 1946 ve 1947 yıllarında Amerika'dan alınan hibe ve krediler askeri amaçlı malzeme alımı için kullanılmıştır. 1946 yılından önce Amerika'dan savunma sanayi alımları için istenen 10 milyon dolarlık yardım ve 1947 yılında Truman Doktrini çerçevesinde ayrılan 69 milyon dolarlık askeri yardım bu tür kredilere örnek olarak verilebilir.

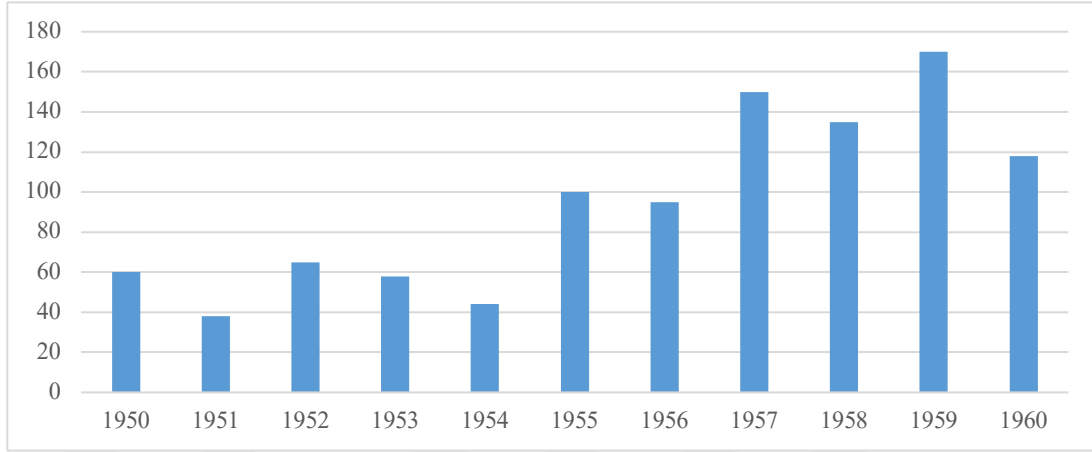
1947-1950 yılları arasında Türkiye, kalkınma finansmanında kullanılmak üzere uluslararası kuruluşlardan borç almaya başlamıştır. Bu dönemde Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ve Avrupa Tediye Birliği (EPU) gibi kurumlardan 5 milyon ile 55 milyon dolar tutarında farklı büyüklüklerde krediler alınmıştır.

1950 yılı sonrası dönem dış borçlanma açısından oldukça yoğundur. Türkiye'nin 2. Dünya Savaşı sonrası yönünü batıya çevirmesi, OECD ve NATO üyeliğine katılması sonrasında, 1950'li yıllarda Avrupa'nın yeniden imarı için başlatılan Marshall yardımlarından Türkiye'ye, OECD tarafından yardıma ihtiyacı olduğuna dair hazırlanan rapor ile 225 milyon dolar düşmüştür.

1952-1958 yılları arasında alınan dış kredilerde, ülke olarak yine ABD'nin başı çektiği ve uluslararası kurumlarla kredi anlaşmaları yapılmaya devam edildiği gözlemlenmektedir. 1950'li yıllar boyunca devam eden yüksek dış borçlanma 1958 yılının temmuz ayında moratoryum ilanı ile sonuçlanmış, ağustos ayında Türk lirası devalüe edilmiş ve yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır.

Grafik 9, 1950-1960 yılları arasındaki Amerikan kredi ve bağışlarını göstermektedir.

Milyon Dolar



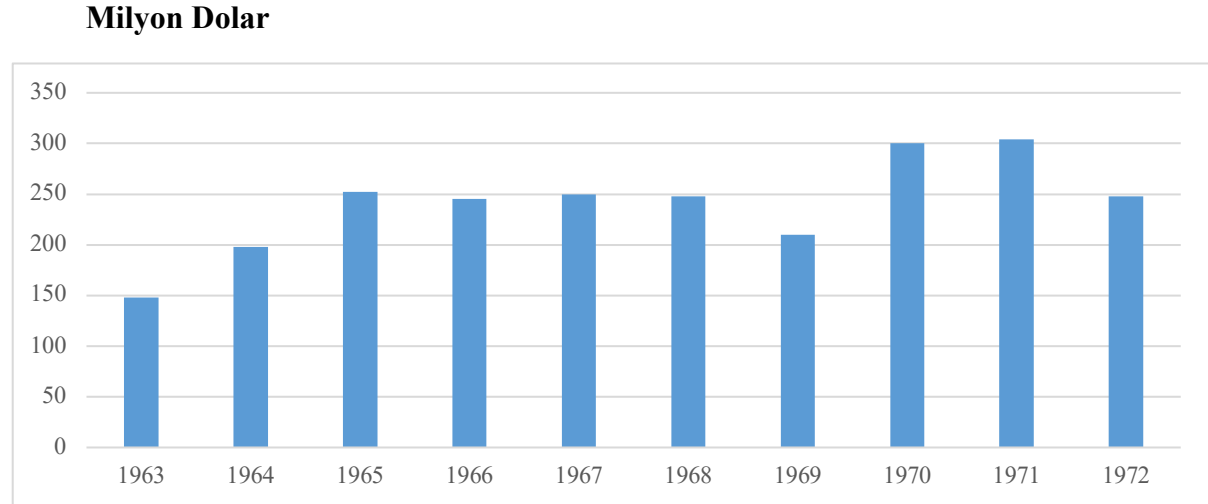
Grafik 9. Amerikan Kredi ve Bağışları (1950-1960)

Kaynak: (Evgin, 2000:36)

1960'lı yıllarda da Türkiye'nin dış borçlanma ihtiyacı artarak devam etmiştir. Bu dönemin önemli bir özelliği, Türkiye tarihinde ilk defa konsorsiyum kredileri⁸ alınmaya başlanmasıdır. Amerika'nın liderliğindeki konsorsiyum kredileri ile devletlerin ve uluslararası kuruluşların da yer alması ile savaş sonrası ekonomik düzenin yeniden istikrara kavuşturulması hedeflenmiştir. Türkiye ilk konsorsiyum kredisini, 1962 yılında OECD üyeleri tarafından kurulan, uluslararası kuruluşların gözlemci olarak katıldıkları "Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu" ndan almıştır.

⁸ Konsorsiyum kredileri, devletin borçlanıcı konumda olduğu çoklu kredilerdir. Sendikasyon kredilerinden farkı, kreditor tüzel kişilerin devlet veya uluslararası kuruluşlar olmasıdır. Konsorsiyum kredileri, yapı ve işleyiş olarak sendikasyon kredilerine benzeyen bir finansman kaynağı olup, bu kredilerde birden fazla devlet ve/veya uluslararası kuruluş, bir ülkenin liderliğinde bir başka devlete borç vermek amacı ile bir araya gelmektedir.

Grafik 10, 1962-1972 yılları arasında Türkiye tarafından kullanılan konsorsiyum kredileri göstermektedir.



Grafik 10. Türkiye Tarafından Kullanılan Konsorsiyum Kredileri (1962-1972)

Kaynak: (Evgin, 2000:40)

İkinci beş yıllık kalkınma planı süresince de konsorsiyum kredileri benzer bir seyir izlemiş, toplam 651 program ve 693 proje kapsamında 1.342 milyon dolar tutarında konsorsiyum kredisi kullanılmıştır.

1970’li yıllara %66 oranında bir devalüasyon ile başlayan Türkiye, özellikle 1973 petrol krizi, 1974 Kıbrıs çıkarması gibi gelişmeler ile birlikte ekonomik olarak zor bir döneme girmiş, ihtiyaçtaki artışa rağmen uluslararası kuruluşlardan kredi almakta zorlanmıştır. Meksika ve Arjantin gibi Latin Amerika ülkelerinin, ödemeler dengesi ve para krizlerine girmesi, bunun sonucu olarak da ABD ve uluslararası kuruluşların kredi vermede isteksiz ve temkinli davranmalarının da bu durumda rolü olmuştur. Bu dönemin başta gelen borçlanma araçlarından biri de dövize çevrilebilir mevduat hesapları olmuştur. Bu hesap çerçevesinde yurtdışından getirilen yabancı paralar, Türkiye’de bir bankada açılan döviz mevduat hesabına yatırılmıştır. Banka ise bu döviz TCMB’ye aktarmış ve karşılığında müşterilerine TL cinsinden kredi vermiştir. Bankanın vade sonunda karşılaşacağı kur farkı zararı ise TCMB tarafından üstlenilmiştir. Bu araç, 1970’li yılların ortalarından itibaren özellikle Almanya’da çalışan Türk işçilere ait dövizlerin Türkiye’ye kazandırılmasında çok önemli bir rol oynamış ve Türkiye’deki döviz açığının kapatılmasına büyük bir katkıda bulunmuştur. Dövize çevrilebilir mevduat

hesaplarının Türk bankacılık sistemine de önemli bir katkısı olmuştur. Bu araç sayesinde Türk ticari bankaları yurtdışı piyasalar ve yabancı bankalar ile tanışmış ve bu çevreler ile başlattığı ilişkiler neticesinde gelecekte daha büyük hacimli ve karmaşık yapıli borçlanmalarda kullanmak üzere olumlu bir yurtdışı borçlanma tecrübesi edinmiştir. Bu tecrübe ile 1970’li yıllar Türkiye’nin bugünkü anlamda sendikasyon kredisi yapısına benzer borçlanmaların başladığı yıllar olmuştur.

Türkiye’de uluslararası finans piyasalarından sendikasyon kredisi ile borçlanma yoluna gidilmesinin ilk örneği olarak “Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.’nin 1975 yılında 5 yıl vadeli LIBOR+1,5 faiz oranı ile almış olduğı 150 milyon dolarlık” kredi verilebilir (Apak, 1993:88).

3.10.2.2. 1980-1989 Dönemi

Bu dönemin en önemli özelliğı, Türkiye’nin ithal ikameci ve korumacı ekonomik politikalar yerine serbest piyasa kurallarının işlediğı daha liberal, rekabetçi ve ihracata dayalı ekonomik büyümeyi hedefleyen yeni bir politika izlemeye başlaması olup, 1980-89 dönemi finansal serbestleşme, liberalizasyon ve deregölasyon gibi kavramlar ile açıklanan yeni bir dönem olmuş, bu yeni politika finans alanında da büyük değışimler getirmiştir.

24 Ocak 1980’den itibaren Türkiye’deki dışa kapanık yapıda meydana gelen değışmelerle birlikte, Türk bankaları uluslararası finans piyasalarında görölmeğe başlanmıştır. Türk bankaları uluslararası çalışmalarını büyüterek yurtdışında şubeler açmışlar ve yabancı bankalar da Türk ekonomisinin gelişimine bağılı olarak Türkiye’de yatırımlar yapmışlardır. Bu yeni dönem, Türk lirasının konvertibl hale gelmesi ve uluslararası para hareketlerinin kolaylaştırılması ile dış borçlanmanın önünün açıldığı bir dönem olmuştur. Dönem boyunca döviz kurları, dış ticaret ve dış krediler gibi alanlarda yapılan düzenlemeler ile Türkiye’de gerek finansal gerekse finans dışı özel kesimin yurtdışından borçlanmasının önü açılmış, özel kuruluşlar kambiyo rejimindeki liberalleşme süreçleri sonucunda yurtdışından borçlanabilme olanağı elde etmişlerdir. Sendikasyon kredileri yıllar geçtikçe çok daha sık başvurulanan bir yurtdışı finansman kaynağı olmuştur.

1980’den bu yana Türk Hava Yolları, TÜPRAŞ (Türkiye Petrol Rafinerileri), EBK (Et ve Balık Kurumu), PETKİM (Petrokimya Holding A.Ş.) gibi kuruluşlar, transfer harcamalarını ve özel projelerini finanse etmek amacıyla sendikasyon kredisi anlaşmalarına imza atmışlardır. İstanbul, Ankara, İzmir, Adana gibi büyükşehir belediyeleri sürdürölen alt ve üst yapı yatırımları, ulaşım yatırımlarının geniş bir nakit akışı istemesi sebebiyle sendikasyon kredilerini

kullanmışlardır. Afşin-Elbistan Termik Santrali, Birecik Hidroelektrik Santrali ve İstanbul Metro Projesi gibi özel projelerin finansmanında sendikasyon kredilerinden destek alınmıştır.

1980’li yıllar sendikasyon kredilerinde devlet ağırlığının yoğun olarak hissedildiği bir dönem olmuştur.

Tablo 11, 1981-1989 döneminde gerçekleşen toplam 225 işlemin yıllar bazında kaç tanesinin doğrudan ya da kamu iktisadi teşekkülleri aracılığı ile devlet, kaç tanesinin ise özel kesim tarafından kullanıldığını göstermektedir.

Tablo 11. Sendikasyon Kredilerinin Devlet-Özel Sektör Dağılımı, 1981-1989

Yıl	Devlet	Özel	Toplam
1981	2	-	2
1982	5	4	9
1983	7	1	8
1984	8	13	21
1985	8	8	16
1986	25	11	36
1987	30	17	47
1988	23	22	45
1989	19	22	41
TOPLAM	127	98	225

Kaynak: (Çetintaş, 2008:103)

1980’li yılların ilk döneminde alınan sendikasyon kredilerinde, bankaların ön planda olmadığı görülmektedir. 1987 yılına kadar toplam işlemler içerisinde, %20-%30 aralığında seyreden banka işlemlerinin payı, bu dönemde hızla yürürlüğe konan finansal serbestleşme ve deregülasyon çalışmalarının da etkisi ile artma eğilimine girmiş ve dönemin son iki yılında %40’lara ulaşmıştır.

Bu dönemde alınan sendikasyon kredileri arasında en yüksek tutarlı olanlar 1985 yılında Merkez Bankası’nın aldığı 424 milyon euro, 1986 yılında İstanbul Büyükşehir Belediyesi (İBB)’nin aldığı 396 milyon euro, 1984 ve 1988 yıllarında Hazine’nin aldığı 354,5 milyon ve 299 milyon euro tutarlarındaki krediler olmuştur (Çetintaş, 2008:104).

1980’li yıllarda alınan sendikasyon kredilerinde sadece adetsel olarak değil, işlemsel büyüklük açısından da devlet kurumlarının ağırlığı olduğu görülmektedir. Bu dönemdeki

sendikasyon kredilerinin kullanım amacına göre dağılımı dönemin karakteristik özelliği olan korumacı politikalardan uzak, daha liberal, serbest piyasa kurallarının geçerli olduğu bir ekonomik yapı ve ihracata dayalı büyüme ile paralel bir yapı sergilemektedir. 1980-1989 yılları arasında dış ticaretin finansmanı amacıyla yaklaşık 10 milyar dolar tutarında (toplam hacmin %63'ü) 165 kredi (toplam işlem sayısının %73'ü) alınmıştır (Çetintaş, 2008:104).

Kredilerin vade yapıları incelendiğinde ise çoğunluğunun bir yıl ve daha kısa vadeli işlemlerden oluştuğu görülmektedir. Daha uzun vadeli krediler alınamamış olmasının sebebi, Türkiye ekonomisinin bir dönüşüm süreci içinde olması ve içinde bulunduğu ekonomik şartlardan dolayı borç verenlerin uzun vadeli kredi vermek istememeleridir. Ayrıca 21 Ocak 1984 tarihli Merkez Bankası genelgesinin dördüncü maddesi ile kısa vadeli kredilerde bir yıllık azami vadenin aşılmasına konu olabilecek süre uzatımlarının Merkez Bankası'nın müsaadesine bağlanmış olması uzun vadeli kredi alınamamış olması sebebi olarak gösterilebilir.

Tablo 12, 1981-1989 yılları arasında gerçekleşen toplam işlem sayılarının ve banka işlem paylarının yıllar itibarı ile değişimini göstermektedir.

Tablo 12. Sendikasyon İşlemlerinde Bankaların Payı, 1981-1989

Yıl	Toplam İşlem	Banka İşlemleri	Banka Payı %
1981	2	-	-
1982	9	2	22,22
1983	8	2	25,00
1984	21	6	28,57
1985	16	5	31,25
1986	36	8	22,22
1987	47	15	31,91
1988	45	22	48,88
1989	41	18	43,90
TOPLAM	225	78	34,66

Kaynak: (Çetintaş, 2008:106)

Bu dönemde, diğer sektörlerde olduğu gibi bankacılık sektöründe de devletin ağırlığı dikkati çekmektedir. “İmzaladığı toplam 4 sendikasyon kredisinin tutarı 636 milyon euroyu geçen Ziraat Bankası hem hacim hem de ortalama işlem büyüklüğü bakımından lider konumdadır. Toplam hacmin yaklaşık ¼'ünü oluşturan Ziraat Bankası'nı, özellikle hissedar

yapısı nedeniyle yine kamu bankası sayılabilecek İş Bankası toplam 5 sendikasyon ve 487,8 milyon euro tutarla izlerken diğer kamu bankaları Emlak ve Vakıflar Bankaları da bu dönemde 3'er kez kredi alarak toplam 215 milyon euroyu aşan bir tutara ulaşmışlardır. Söz konusu 4 bankanın aldığı toplam 1 milyar 341 milyon euroluk toplam tutar dönem içinde tüm bankaların aldığı tutarın %50'sinden fazlasına tekabül etmektedir" (Çetintaş 2008: 108).

3.10.2.3. 1990-1999 Dönemi

1990'lı yıllara gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında ortaya çıkan savaş ve krizler etkili olmuştur. 1990 yılında, Türkiye'de 2 milyar dolar tutarında sendikasyon kredisi alınırken, bunların büyük bir kısmı nisan ve ağustos ayları arasında gerçekleştirilmiştir.

Tablo 13'te 1990 yılında verilmiş olan sendikasyon kredileri aylık olarak gösterilmektedir.

Tablo 13. Türkiye'de 1990 yılı Sendikasyon Kredileri

Aylar	Milyon Dolar
Ocak	60
Şubat	66
Mart	45
Nisan	246
Mayıs	210
Haziran	330
Temmuz	340
Ağustos	640
Eylül	50
Ekim	-
Kasım	-
Aralık	15
TOPLAM	2.002

Kaynak: (Apak, 1993:90)

1990 yılı, ağustos ayında Irak'ın Kuveyt'i işgal etmesi ile başlayan ve ülke ekonomisine büyük yükler getiren Körfez savaşı ile başlamıştır. Körfez savaşının etkisi ile eylül ayında büyük bir düşüş görülmüş, ekim ve kasım aylarında hiçbir işlem olmamış, aralık ayındaki 15 milyon dolarlık işlem ile 1990 yılı işlemleri sona ermiştir.

Körfez savaşının sendikasyon kredileri üzerindeki olumsuz etkisi 1991 yılında da devam etmiş, ocak ayında gerçekleşen 110 milyon dolarlık işlem hacminden sonra şubat ve mart aylarında hiçbir işlem olmamış, nisan ayı işlem hacmi ise 45 milyon dolar olmuştur. Körfez krizi sendikasyon piyasasını önemli ölçüde olumsuz etkilemiş, krizin etkin olarak hissedildiği Eylül 1990- Nisan 1991 arası sekiz aylık dönemde, toplam işlem hacmi 190 milyon dolar ile sınırlı kalmıştır. Takip eden yıllarda görev başındaki hükümetin faiz oranlarını düşürme çalışmaları başarısız olmuş ve Türkiye 1994 yılında yeni bir ekonomik kriz ile baş başa kalmıştır. Bu krizde üç bankanın (Marmara Bank, TYT Bank ve İmpex Bank) faaliyetleri sona ermiş ve Türkiye'nin uluslararası finans piyasaları nazarındaki kredibilitesi zarar görmüştür.

1994 krizinin Türkiye ve Türk Bankalarının kredi notu ile kredibilitesini negatif etkilemesi, sendikasyon kredileri olanaklarını ve yenilemelerini sınırlandırmıştır. 1994 krizi sonrası sendikasyon kredisi yoluyla elde edilen fon 2 milyar dolar seviyesinden 300 milyon dolara gerilemiştir.

1997-1998 yıllarında ise Güneydoğu Asya ülkeleri ve Rusya'da ortaya çıkan krizler finansal anlamda sadece ortaya çıktıkları ülkeleri değil küresel finansal piyasaları da olumsuz etkilemişlerdir. Bu ülkeler ile aynı risk grubunda değerlendirilen Türkiye de bu krizlerden olumsuz etkilenmiş ve dış borçlanma açısından zor ve yüksek maliyetli bir dönem geçirmiştir.

1990-1999 yılları arasında Türkiye'de toplam 524 sendikasyon kredisi alınmış ve alınan kredilerin toplam tutarı 41,2 milyar euro olmuştur (Çetintaş, 2008:110).

Sendikasyon kredilerinin kullanım amacına göre dağılımı incelendiğinde bir önceki dönemde olduğu gibi dış ticaretin finansmanı amaçlı krediler başı çekerken, onu proje finansmanı amacı ile alınan krediler takip etmiştir (Çetintaş, 2008:111).

Tablo 14'te 1990-1999 yılları arasında kamu bankaları tarafından kullanılan sendikasyon kredileri işlem adedi ve banka bazında tutarları gösterilmektedir.

Tablo 14. Kamu Bankaları Sendikasyon Kredileri, 1990-1999

Banka	İşlem Sayısı	Hacim (Milyon Euro)
İş Bankası	12	2.300
Türk Eximbank	10	1.000
Emlak Bankası	13	559
Halk Bankası	7	494
Vakıflar Bankası	11	467
Türkiye Kalkınma Bankası	4	195
Diğer	6	285
TOPLAM	63	5.300

Kaynak: (Çetintaş, 2008:114)

1990-1999 dönemi Türkiye sendikasyon kredisi piyasasında devlet ağırlığının devam ettiği bir dönem olmuştur. Tarım sektöründe TMO (Toprak Mahsulleri Ofisi), Türkiye Şeker Fabrikaları, EBK, ulaşım sektöründe THY (Türk Havayolları), TCDD (Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demir Yolları), enerji sektöründe ise BOTAS (Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.) ve TUPRAŞ yüksek tutarlı kredilere imza atan diğer kamu iktisadi kuruluşları olarak öne çıkmışlardır. Kamu iktisadi teşekküllerine ilave olarak Hazine, belediyeler ve bakanlıklar toplam 10 milyar euroyu aşan 70'in üzerinde sendikasyon kredisine imza atmışlardır. Bu dönemde diğer sektörlerde açıkça görünen kamu kesimi ağırlığının finans sektöründe geçerli olmadığı görülmektedir. Kamuya ait finansal kurumlar tarafından alınan 5,3 milyar euro tutarındaki 63 kredinin tüm finans sektörü tarafından alınan krediler içindeki payı sırasıyla %31 ve %21 olmuştur (Çetintaş, 2008:112).

1990-1999 yılları arasında finans sektörü tarafından alınan kredi sayısı 297, tutarı ise 17,3 milyar dolar olmuştur. Finans sektörü bu performansı ile toplam sendikasyon kredisi piyasasının işlem adedi olarak %57'sini, işlem hacmi olarak ise %42'sini oluşturmuştur. Finans sektörü tarafından alınan krediler incelendiğinde, kredilerin büyük kısmının bankalar tarafından alındığı, bununla birlikte banka dışı finansal kuruluşların da sendikasyon kredilerine gittikçe daha fazla ilgi göstermeye başladıkları görülmektedir. Dönem başında 3 olan banka dışı finansal kurumlar tarafından alınan kredi sayısı dönem sonunda 32'ye ulaşmıştır (Çetintaş 2008:113).

3.10.2.4. 2000 Sonrası Dönem

1990'lı yılların en önemli ekonomik sorunlarından biri de 1990'lı yıllar boyunca devam eden yüksek enflasyon olmuştur. 1990 yılında %60,3 olan enflasyon oranı devam eden yıllarda

artarak 1994 yılında %106,3'a ulaştıktan sonra düşmeye başlamış, 1999 yılında %64,9 olmuştur. Enflasyonlu yıllarda bu yüksek enflasyonla mücadele amacı ile birçok ekonomik program uygulanmış, ancak başarı sağlanamamıştır. Bu programların sonuncusu 1999 yılı sonunda IMF yetkililerinin tavsiyeleri üzerine hazırlanıp uygulanmaya başlayan bir dezenflasyon ve ekonomik stabilizasyon programı olmuştur. “Kemer sıkma” ve “sıkı para politikaları” ile devletin borçlarını azaltma, buna bağlı olarak enflasyonu ve faizleri de düşürme hedefleri ile hazırlanan program da başarısız olmuş ve Türkiye 2000 yılı kasım ayında yeni bir kriz ile karşı karşıya kalmıştır. Bu krizde 6 milyar dolar tutarındaki sıcak para ülkeyi terk etmiş ve bu duruma bağlı olarak piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanmış ve gecelik faizler %2000'lere kadar yükselmiştir. 2000 kasım ayında dövize yönelik Türkiye'ye yoğun spekülasyon saldırı çok “yüksek faiz, önemli rezerv kayıpları ve 7,5 milyar dolar büyüklüğünde ek IMF kredisi” ile sonuçlanmıştır (Uygur, 2001: 8).

Kasım 2000'de yaşanan kriz devamında ise 19 Şubat 2001 tarihinde yapılan Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında “anayasa fırlatma” tartışması yaşanmıştır. Dönemin Başbakanı Bülent Ecevit'in toplantıyı terk etmesi ile başlayan siyasi kriz, Bülent Ecevit'in aynı gün yaptığı basın açıklaması ile birlikte ekonomik bir krize dönüşmüştür. Kasım 2000 krizinde olduğu gibi dövize olan talep artmış, yüklü miktarda sıcak para yurtdışına çıkarılmış ve piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanmıştır. Açıklamanın yapıldığı 19 Şubat günü, 5 milyar dolar ülke dışına çıkarılırken, dövize olan saldırının devam etmesi sonucu TCMB tarafından 21 Şubat gecesi döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı ilan edilmiştir. 19 Şubat 2001 günü 683.074 TL olan TCMB dolar döviz alış kuru alınan karar sonrasında 23 Şubat'ta 1.072.988 TL'ye yükselmiş ve TL dolar karşısında %57 oranında değer kaybetmiştir. TCMB verilerine göre 16 Şubat günü 27,9 milyar dolar olarak açıklanan haftalık döviz rezervi 23 Şubat itibarı ile 22,6 milyar dolara inmiştir. Ülke dışına döviz çıkışı takip eden haftalarda da devam etmiş ve 30 Mart itibarı ile Merkez Bankası'nın haftalık rezervi 18,5 milyar dolara düşmüştür.

2000'li yıllara iki yeni kriz ile başlayan Türkiye'de ortaya çıkan durum, birçok alanda olduğu gibi sendikasyon kredilerini de olumsuz etkilemiştir. Türk Bankaları 2000 yılında 6,3 milyar dolar sendikasyon kredisi alırlarken bu tutar 2001 yılında 3,4 milyar dolara, 2002 yılında ise 2,16 milyar dolara düşmüştür (Yıldırım, 2005:60). Rakamlardan da görüleceği üzere, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerin etkisi ile uluslararası piyasalarda Türk bankacılık kesimine olan güven azalmış ve Türk bankaları yurtdışından kredi bulmakta zorlanmışlardır.

Tablo 15’te 2002 yılında bankaların kullanmış oldukları sendikasyon kredileri tarihleri ile birlikte verilmiştir.

Tablo 15. Sendikasyon Kredileri, 2002 (* Euro)

Banka	Milyon Dolar	Tarih
Koçbank	200	03.01.2002
Garanti	350	09.05.2002
Türk Eximbank	125	16.09.2002
Akbank	450	27.09.2002
Garanti *	325	11.10.2002
TEB	100	21.10.2002
Finansbank	110	25.10.2002
Koçbank	200	13.11.2002
İş Bankası	300	17.12.2002
TOPLAM	2.160	

Kaynak: (Yıldırım, 2005:60)

2002 yılında sendikasyon kredilerindeki düşüşte, dış piyasalarda oluşan güvensizlik ortamı da iç piyasalarda yaşanan gelişmeler de rol oynamıştır. İç piyasalardaki bu gelişmelerden ilki yaşanan finansal krizler ve küçülen ekonomi ile birlikte kredilere olan talepte azalmaların meydana gelmesidir. Diğer önemli bir gelişme ise sendikasyon kredi maliyetlerinin iç piyasa ile kıyaslandığında yüksek kalması ve bankaların döviz tevdiat hesapları yolu ile finansman sağlamayı tercih etmeleridir.

2002 yılında Türk bankaları tarafından imzalanan sendikasyon kredilerinin listesi incelendiğinde, Türk Eximbank ile birlikte toplam sekiz banka işlem yapmış olup, diğer bankalar Garanti Bankası (iki işlem) (675 milyon dolar), (450 milyon dolar) Akbank ve (300 milyon dolar) İş Bankası olmuştur (Yıldırım, 2005:60).

Tablo 16’da 2003 yılında kullanılan sendikasyon kredileri tutar ve açılış tarihleri ile birlikte bankalar bazında verilmiştir.

Tablo 16. Sendikasyon Kredileri, 2003

Banka	Tutar (Milyon Dolar)	Açılış Tarihi
Garanti Bankası (Euro Cinsi)	450	11.07.2003
Akbank	350	22.07.2003
Koçbank	200	28.07.2003
İş Bankası	225	04.08.2003
Fortis Bank	200	05.08.2003
T. İhracat Kredi Bankası	175	20.08.2003
Denizbank	135	16.10.2003
Finansbank	265	30.10.2003
TEB	125	30.10.2003
Akbank	450	01.12.2003
Garanti Bankası	450	02.12.2003
Vakıfbank	200	10.12.2003
İş Bankası	300	11.12.2003
Koçbank	200	15.12.2003
TOPLAM	3.725	

Kaynak: (Yıldırım, 2005:62)

2003 yılında Türk bankaları toplam 14 işleme imza atmış olup, 2002 yılında olduğu gibi 2003 yılında da biri euro, diğeri de dolar cinsinden olmak üzere iki işlem ve 900 milyon dolarlık hacim ile Garanti Bankası’nın ilk banka olduğu görülmektedir. İki işleme imza atan bir diğer banka ise Akbank olup, 800 milyon dolarlık hacim ile 2002 yılında olduğu gibi 2003 yılında da ikinci sırada yer almıştır. 2002 yılının üçüncüsü İş Bankası, iki işlem ve 525 milyon tutarındaki sendikasyon kredisi ile yine üçüncü sırada yer almıştır. 200 milyon dolar ile Fortis, 200 milyon dolar ile Vakıflar Bankası ve 135 milyon dolar ile Denizbank ise 2003 yılında piyasaya ilk defa çıkan bankalar olmuştur. Bu yılda alınan kredilerin tamamı yılın ikinci yarısında alınmış ve en çok işlem aralık ayında yapılmıştır. 2003 yılında özellikle yılın ikinci yarısında gerçekleşen artışın en önemli sebeplerinden biri de hem Türkiye’nin hem de Türk bankalarının aldıkları not artırımları olmuştur. Ayrıca, Irak savaşının yarattığı olumsuz etkilerin de azalmaya başlaması, Türkiye ekonomisinin bu dönemde gösterdiği büyüme eğilimleri ve yurtiçinden borçlanma

maliyetlerinin yüksek olması da etkili olan diğer faktörler olarak gösterilebilir (Yıldırım, 2005:62).

Tablo 17’de, 2004 yılında bankalarca kullanılan sendikasyon kredileri tarihleri ile birlikte gösterilmiştir.

Tablo 17. Sendikasyon Kredileri, 2004

Banka Adı	Milyon Dolar	Tarih
Türk Exim	150	28.04.04
Tekstil Bank	75	22.06.04
Türk Exim	200	22.06.04
Vakıf Bank	350	24.06.04
Garanti Bankası	450	09.07.04
Akbank	500	03.08.04
Koçbank	325	07.08.04
İş Bankası	400	05.08.04
Dış Bank	400	09.08.04
Deniz Bankası	325	18.10.04
Finans Bank	415	22.10.04
Şeker Bank	27,5	27.10.04
TEB	200	09.10.04
Alternatif Bank	55	29.11.04
Anadolu Bank	5	02.12.04
Garanti Bankası	600	06.12.04
Akbank	550	10.12.04
İş Bankası	450	09.12.04
Koçbank	275	08.12.04
Vakıf Bank	500	06.12.04
Türk Exim	200	23.12.04
TOPLAM	6.452,5	

Kaynak: (Yıldırım, 2005:66)

2004 yılında sendikasyon kredileri için bir sıçrama yaşanmış, Türk bankaları tarafından alınan 21 kredinin toplam tutarı 6,4 milyar dolara ulaşmıştır. 2004 yılındaki bu artışın sebepleri arasında Türkiye’nin kredi notunun artırılması, 2001 finansal krizi sonrasında yeniden yapılanma sürecine giren Türk bankacılık sektörünün çok daha sağlam ve güvenilir bir yapıya kavuşmuş olması, ekonomik faaliyetlerde ülke genelindeki canlanma, dış ticaret hacmindeki artış, döviz tevdiat hesapları yolu ile yurtdışından döviz borçlanmanın sendikasyon kredilerine

göre daha yüksek maliyetli olması vb. gelişmeler gösterilebilir. 2004 yılındaki işlemlere bakıldığında, 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi hacim olarak Garanti Bankası'nın birinci, Akbank'ın ikinci, İş Bankası'nın ise üçüncü sırada yer almakta olduğu görülmektedir. İş Bankası ile birlikte bir devlet bankası olan Vakıfbank'ın da 850 milyon dolarlık işlem ile üçüncülüğe ortak olmuştur. Tekstilbank, Alternatifbank, Anadolubank ve Şekerbank 2004 yılında piyasaya ilk defa çıkan bankalar olmuşlardır. Nisan ayındaki bir işlem hariç kredilerin tamamının 2003 yılında olduğu gibi yılın ikinci yarısında alındığını görülmektedir. Temmuz ayında, Garanti Bankası tarafından alınan 540 milyon dolar tutarındaki euro cinsi kredi 2004 yılına kadar alınan en yüksek tutarlı sendikasyon kredisi olmuştur (Yıldırım, 2005:66).

2005 yılında, Türk bankalarınca kullanılan sendikasyon kredilerinin seyri incelendiğinde, bu yılda da talebin artarak devam ettiği görülmektedir. Türk bankacılık sektöründe, 2005 yılında toplam 10,2 milyar dolarlık 28 adet sendikasyon kredisi anlaşmasına imza atılarak, 10 milyar dolar sınırı aşılmış ve 2002-2003-2004 yıllarının toplamına eşit bir finansman kaynağının sadece bir yıl içerisinde ulaşıldığı görülmüştür. Artan hacim ile birlikte kredi büyüklüklerinin de arttığı görülmektedir. 2005 yılının en yüksek tutarlı sendikasyon kredileri, İş Bankası tarafından alınan 750 milyon euro tutarındaki kredi ve (dört yıl aradan sonra ilk kez sendikasyona çıkan) Yapı Kredi Bankası'nın aldığı 800 milyon dolarlık kredi olmuştur. Türk bankaları genel olarak bir yıl vadeli borçlanmayı tercih ederlerken, ilk defa bir yıldan uzun vadeli sendikasyon kredilerine 2005 yılında imza atılmıştır. Üç yıl vadeli tek kredi Oyak Bank tarafından aralık ayında alınan 100 milyon dolarlık kredi olmuştur. Yapı Kredi Bankası'na ilaveten 2005 yılında ilk kez sendikasyona çıkan bankalar Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ve Oyak Bank olmuştur.

Tablo 18'de Türk bankalarına sendikasyon kredisi tesis amaçlarını 2006-2013 dönemi için gösterilmektedir.

Tablo 18. Türk Bankalarına Sendikasyon Kredisi Kullanım Amaçları (2006-2013)
(Milyon Dolar)

Yıl	Dış Ticaret Finansman Amaçlı Olmayanlar	Dış Ticaret Finansman Amaçlı Olanlar
2006	1.110	11.354
2007	1.067	12.370
2008	630	10.564
2009	0	7.363
2010	353	13.938
2011	751	15.018
2012	911	15.192
2013	2.205	17.363

Kaynak: BDDK Aylık Bülten

2006 yılında sendikasyon kredi hacimleri, para cinsi, borç açılış tarihleri ve kredi alan bankalar açısından önemli değişiklikler gözlemlenmemekle birlikte, 2005 yılından farklı olarak daha uzun vadeli borçlanmanın tercih edildiği görülmüştür. 1,1 milyar dolar dış ticaret finansmanı amaçlı olmayanlar ve 11,4 milyar dolar dış ticaretin finansmanı olanlar şeklinde olarak gerçekleşmiştir. 2 yıl vadeli sekiz kredinin toplamı yaklaşık 3 milyar dolar, 3 yıl vadeli kredi sayısı beş ve kredinin toplamı ise 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Pişkin, 2016:64).

Sendikasyona çıkan banka sayısındaki artışa rağmen, 2007 yılı sendikasyon kredisi piyasasının daraldığı bir yıl olmuş, 13,4 milyar dolarlık hacim ile bankalar bir önceki yılda almış oldukları kredileri daha düşük tutarlarda yenilemişlerdir. Bu düşüşte, 2006 yılının ikinci yarısında uluslararası finansal piyasalarda başlayan ve gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkileyen dalgalanmaların etkili olduğu söylenebilir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde ABD, Avrupa ve İngiltere merkez bankalarının faiz arttırması ile başlayan dalgalanmalar ve devamında Japonya merkez bankasının da katılımı sonrasında, uluslararası likidite gelişmekte olan ülkelere çıkmaya başlamıştır. 2006 yılında yaşanan bu gelişmelerin Türk sendikasyon piyasasına etkisi sınırlı düzeyde olsa da 2007 yılında da artarak devam etmesi, uluslararası likiditenin gelişmiş ülkelere dönmeye başlaması ve borçlanma maliyetlerindeki artış ile Türk bankacılık sektörü için de dış finansman kaynaklarına ulaşmak zor hale gelmiştir. 2007 yılında bankalar euro cinsinden borçlanmayı arttırmış oldukları ve alınan kredilerin vade dağılımında ağırlıklı olarak bir yıl vadeli borçlanmayı tercih ettikleri görülmüştür. 2007 yılında, Türkiye

Finans Katılım Bankası, Asya Katılım Bankası ve Kuveyt Türk Katılım Bankası ilk kez sendikasyon piyasasına katılmışlardır.

Uluslararası finansal piyasalarda 2007 yılında artarak devam eden dalgalanmalar, 2008 yılı son çeyreğinde Lehman Brothers, Washington Mutual gibi ABD'nin önde gelen finansal kurumların iflası ve Fannie Mae, Freddie Mac ve AIG gibi kurumlara ABD hükümeti tarafından el konulması ile sonuçlanmış ve büyük bir finansal krize dönüşmüştür. ABD'de başlayan, öncelikle gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm piyasaları olumsuz yönde etkileyen bu kriz, hem sendikasyon kredisi kullanım seviyesi düşüklüğü hem de alınan sendikasyon kredilerinin vadeleri üzerinde de etkili olmuştur. Bankaların uzun vadeli borçlanmayı tercih etmedikleri görülmüştür. Alınan kredilerin tamamına yakını bir yıl vadeli iken iki yıl vadeli tek kredi Tekstil Bank tarafından alınan 25 milyon dolar tutarındaki kredi olmuştur. 2008 yılı içerisinde alınan sendikasyon kredilerinde, euro cinsi kredilerdeki artışın bu yıl da hızlanarak devam etmiş olduğu görülmüştür. Ayrıca bankaların birden fazla dilimden oluşan sendikasyon kredi sözleşmelerine de imza atmaya başlamış oldukları görülmüştür.

Finansal küreselleşmenin etkisi ile 2008 yılının son çeyreğinde başladığı kabul edilen kriz, hızla diğer ülkelere de yayılmış olup bir finansal kriz olmaktan çıkarak ülkelerin büyüme, istihdam, ihracat, borçluluk gibi temel makroekonomik göstergelerini olumsuz etkileyen bir ekonomik krize dönüşmüştür. Yaşanan yüksek volatilité nedeni ile dış finansman kaynaklarına ulaşmak zorlaşmış, Türkiye'nin en büyük ihracat pazarlarından olan Avrupa ülkelerinde yaşanan kriz, Türk mallarına olan talebi de olumsuz yönde etkilemiştir. TÜİK verilerine göre 2009 yılında gerçekleşen toplam ihracat 2008 yılına göre %22,6 oranında bir azalmış nihayetinde ağırlıklı olarak ihracatın finansmanı amacı ile alınan sendikasyon kredilerine olan talebin de düşmesine sebep olmuştur. Sektörde 2009 yılında 11,2 milyar dolar tutarında sendikasyon kredisi ödenirken sadece sekiz bankanın temin etmiş olduğu sendikasyon kredisi ile işlem hacmi 7,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Sendikasyon kredilerinde yenileme oranı 2009 yılı için %64,4 olarak gerçekleşmiştir (BDDK, 2009: 21). Küresel kriz kredilerin vadelerini de etkilemiş ve bankalar 2009 yılında iki ve üç yıl vadeli sendikasyon kredisi imzalamamışlardır. Türk bankalarının euro cinsinden borçlanma tercihleri 2009'da da devam etmiş ve euro cinsinden alınan krediler toplam kredilerin %72'sine ulaşmıştır. 2009 yılı sendikasyon kredi maliyetleri önemli düzeyde artış göstermiştir, faiz artışlarının Türk bankalarının almış oldukları sendikasyon kredilerine yansımaları yine en çok 2009 yılında gerçekleşmiştir.

2007-2009 yılları arası oldukça durgun seyreden sendikasyon kredisi piyasası 2010 yılında büyük bir ivme kazanarak bir önceki yıla göre %95 artış sağlanarak, 14,2 milyar dolar sendikasyon kredisi alınmıştır. Bu artışta sendikasyon kredisi alan banka sayısının artması (15 banka sendikasyon kredisi temin etmiştir) ile birlikte kredi tutarlarındaki yükselişin de büyük katkısı olmuştur. Türk bankacılık sektörü olarak ilk defa büyüklüğü 1 milyar doların üzerinde olan kredi sözleşmelerine imza atmıştır (Pişkin, 2016:67).

2010 yılında bankalar için iki yıl vadeli sendikasyon kredilerine tekrar ilgi başlamış ve 559 milyon dolar tutarında yedi sözleşmeye imza atılmıştır. ABD merkez bankasının etkileri ile 2008 yılı üçüncü çeyreğinde açıkça ortaya çıkan krizden çıkış yolu olarak parasal genişleme politikalarına başvurulması ve faizleri kademeli olarak düşürmeye başlanması 2010 yılındaki bu artışın sebepleri arasındadır. ABD merkez bankasının uyguladığı bu genişleme politikası sonucunda uluslararası piyasalarda likidite artmış ve gelişmekte olan ülkelerin dolar cinsinden borçlanma maliyetleri de düşmeye başlamıştır. 2010 yılında 7,2 milyar dolar sendikasyon kredisi geri ödemesi yapılırken, 14,2 milyar dolar yeni sendikasyon kredisi temin edilmiş olup, sendikasyon kredilerinde yenileme oranı %100 olarak gerçekleşmiştir (BDDK, 2011/1:29).

2010 yılında sendikasyon kredileri piyasasında görülen düzelme, 2011 yılında da devam etmiş ve imzalanan kredi sözleşmesi tutarı %10'luk artışla 15,7 milyar dolara ulaşmış, 16 banka sendikasyon kredisi alırken 6 banka 1 milyar doların üzerinde büyüklüğe sahip toplam sekiz sözleşmeye imza atmışlardır. 2010 yılından farklı olarak, Türk bankaları 2011 yılında iki yıl vadeli kredi kullanmayı tercih etmemişlerdir. Sendikasyon kredilerinde 2009 yılında başlayan euro cinsinden borçlanma ağırlığı bu sene de devam etmiş ve alınan kredilerin %75'i euro cinsinden olmuştur. 2011 yılında sendikasyon kredilerinin yenileme oranı %100'ün üzerinde gerçekleşmiştir (BDDK, 2012/1:36).

2012 yılında sendikasyon kredisi piyasası 2011 yılına benzer bir performans göstermiş, 17 banka tarafından sağlanan yeni sendikasyon kredisi tutarı ise 16,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yıl Fiba Bank'ın dolar ve euro olmak üzere iki dilimden oluşan toplam 80 milyon dolarlık kredi ile piyasaya giriş yapmıştır. Euro cinsi borçlanma oranı yine önceki yıllara benzer şekilde %73 olarak gerçekleşirken, 2012 yılında da 2011 yılında olduğu gibi alınan kredilerin tamamının vadesi bir yıl olmuştur. Sektör genelinde bankaların sendikasyon kredilerini yenilemekte problem yaşamadığı görülmüştür (BDDK, 2013/1:46).

Küresel ekonomik belirsizliklerinin artış göstermeye devam ettiği 2013 yılında Türk bankacılık sektörünün yurtdışı bankalardan sağladığı fon miktarı artış seyrini devam ettirmiştir. 2013 yılında sendikasyon kredilerinin yenileme oranının %100'ün üzerinde gerçekleştiği ve

sektör genelinde bankaların sendikasyon kredilerini yenilemekte problem yaşamadığı görülmüştür (BDDK, 2014/1:46).

2014 yılı, vadesi dolan sendikasyon kredilerinin %100 oranında yenilenmiş olup sendikasyon yoluyla kaynak teminine devam edilmesi, kaynak temininde herhangi bir sorun yaşanmadığını göstermektedir (TCMB, 2015:36).

2015 yılı, vadesi dolan 1 yıl vadeli sendikasyon kredileri 367 gün vadeli dilimlerle yenilenmiş, bazı bankalar ise 3 yıl vadeli sendikasyon kredisi temin etmişlerdir (TCMB, 2015:43).

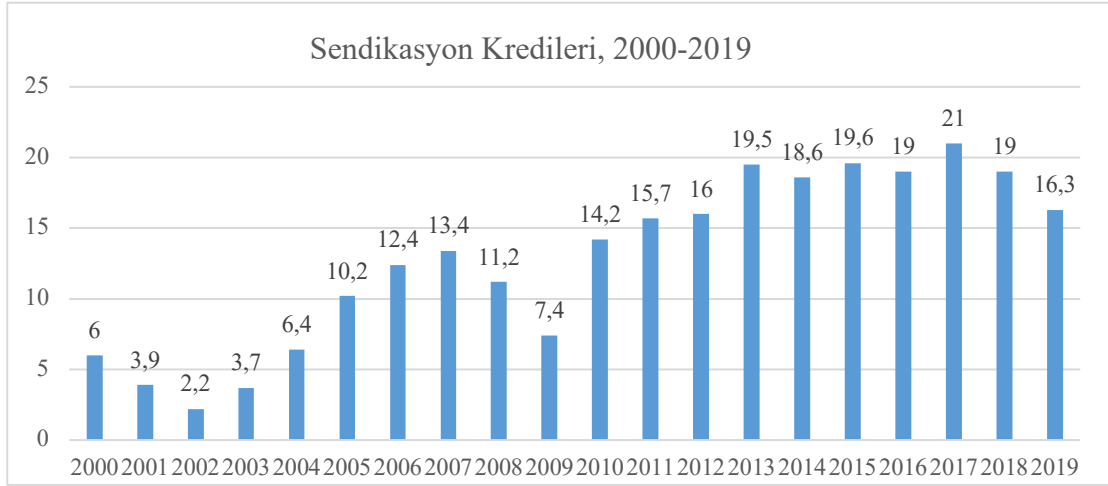
2016 yılı için diğer kredilerdeki kısa vadeden uzun vadeye geçiş eğilimi, vadesi dolan bir yıl vadeli sendikasyon kredilerinin, 3 yıla ulaşan vadelerle yenilenmesinin temelini oluşturmuştur (TCMB, 2016:49).

2017 yılında %100 üzerinde sendikasyon kredileri yenileme oranı gerçekleşmiştir. Yabancı finansal kuruluşlarının kredi arzında, kayda değer olumsuz bir değişimin olmamasının etkisi ile maliyetlerde iyileşme olduğu görülmektedir (TCMB, 2017:92).

2018 yılı için bankacılık sektörünün yurt dışı kaynak kullanımında azalma görülmektedir. Yaşanan finansal ve jeopolitik gelişmeler sonucu rating kuruluşlarınca, Türk bankalarının kredi notlarına ilişkin yapılan değerlendirmeler de dâhil olmak üzere yaşanan süreçler sonucu alınan borçlar için uygulanmış olan marjların artmış olduğu görülmektedir. Bankacılık sektörü dış borç yenileme oranı 2018 yılı ağustos ayı itibarıyla %100 seviyesinin altına düşmüş olmakla birlikte vadesi dolan sendikasyon kredileri %100'ün üzerinde yenilenmiştir ki bu durum bankaların borç yenileme kabiliyetlerinin güçlü olduğunu göstermektedir. Ayrıca 2018 yılı için kamu-özel-yabancı bankalarının ölçeklerine göre dış finansmana ulaşma gelişimi açısından banka grupları arasında anlamlı bir farklılık yaşanmadığı, bir bütün olarak Türk bankacılık sektörünün dış finansmana erişim vasfının güçlü olduğu görülmektedir (TCMB, 2018: 63).

2019 yılında, sendikasyon kredilerinde katılımcı banka ve ülke sayısındaki artış, sendikasyon kredilerine olan katılımcı ilgisinin yüksekliğini göstermekle birlikte, 2019 yılı vadesi dolan sendikasyon kredileri dış finansman ihtiyacındaki azalmaya bağlı olarak %80 civarında yenilenmiştir. Dış borçlar için uzun vadeli görünüm devam etmekle birlikte, ortalama vadenin 70 ay seviyesinde olduğu görülmektedir (TCMB, 2019: 61).

Grafik 11'de 2000-2019 yılları arasında bankacılık sektörünce kullanılan sendikasyon kredilerinin seyri gösterilmektedir.



Grafik 11. Sendikasyon Kredileri: Bankacılık Sektörü (2000-2019) (Milyar Dolar)

Kaynak: BDDK

Türk bankacılık sektörü sendikasyon kredileri kullanım durumlarına ilişkin 2019/12.ay verileri Tablo 19’da gösterilmektedir. Buna göre 2019 yılı son çeyrek itibariyle bankacılık sektörü genelinde kullanılan sendikasyon kredisi toplam tutarı 16,3 milyon dolar olup, bu tutarın %95,5’ine tekabül eden 15,6 milyon doları dış ticaretin finansmanı amacıyla kullanılmıştır⁹.

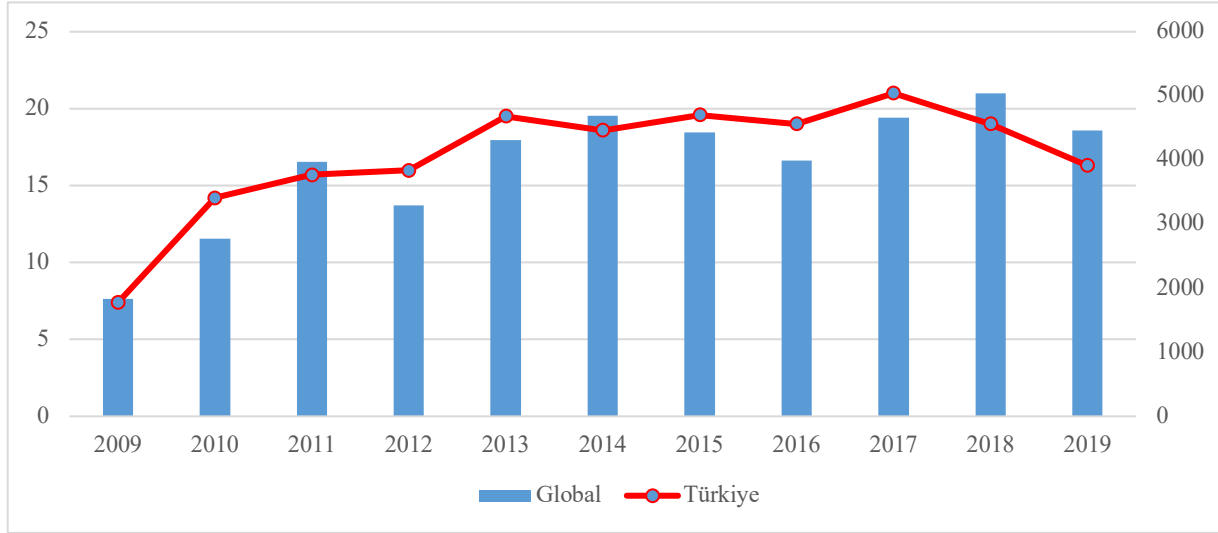
Tablo 19. Sendikasyon Kredileri, 2019 (Milyon Dolar)

Banka Türü	Amaç	Tutar	Toplam
Mevduat	Diğer	305	12.620
	Dış Ticaretin Finansmanı	12.315	
Katılım	Diğer	268	268
	Dış Ticaretin Finansmanı	0	
Kalkınma ve Yatırım	Diğer	159	3.428
	Dış Ticaretin Finansmanı	3.269	
Sektör Toplamı	Diğer	733	16.316
	Dış Ticaretin Finansmanı	15.584	

Kaynak: BDDK, Dönem: 2019/4

⁹ BDDK raporlamalarında ve Bankalar tarafından yapılan açıklamalarda, sendikasyon kredilerinin dış ticaretin finanse edilmesi amaçlı kullanıldığı belirtilmekte olmakla birlikte, bankaların aldıkları sendikasyon kredilerinin ne kadarının dış ticaretin finansmanı amacıyla kullanıldığına dair istatistiki bilgiler mevcut değildir (Capital, 2005).

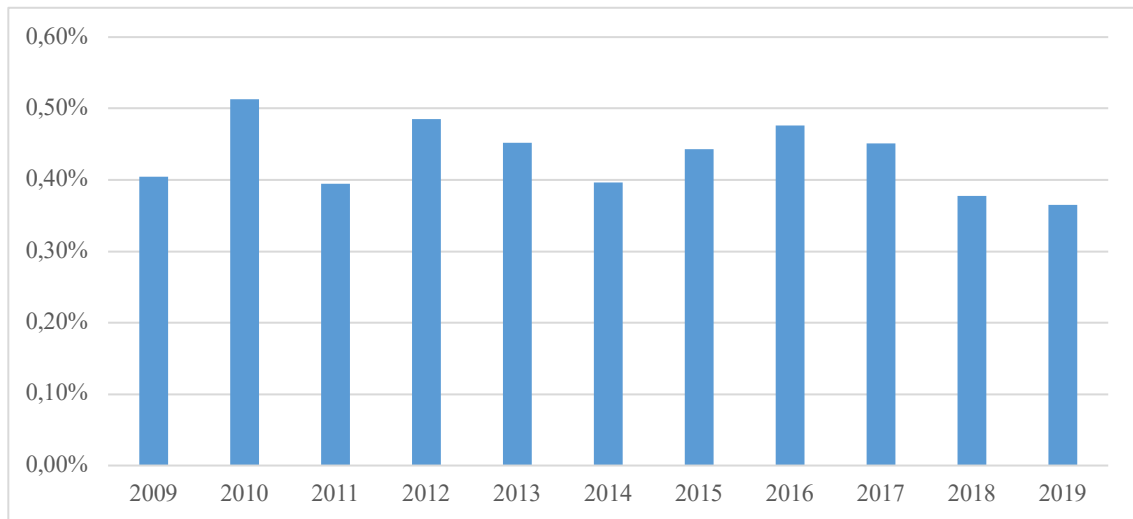
Grafik 12’de Türkiye’nin 2009-2019 yılları arasında sendikasyon kredisi hacmi, küresel sendikasyon kredisi piyasası hacmi ile karşılaştırılmalı olarak gösterilmektedir.



Grafik 12. Küresel ve Türkiye Sendikasyon Kredisi Hacimleri (2009-2019) (Milyar Dolar)

Kaynak: Thomson Reuters, BDDK

Grafik 13’te Türkiye’nin 2009-2019 yılları arasında dünya sendikasyon kredi piyasasındaki yeri gösterilmektedir.

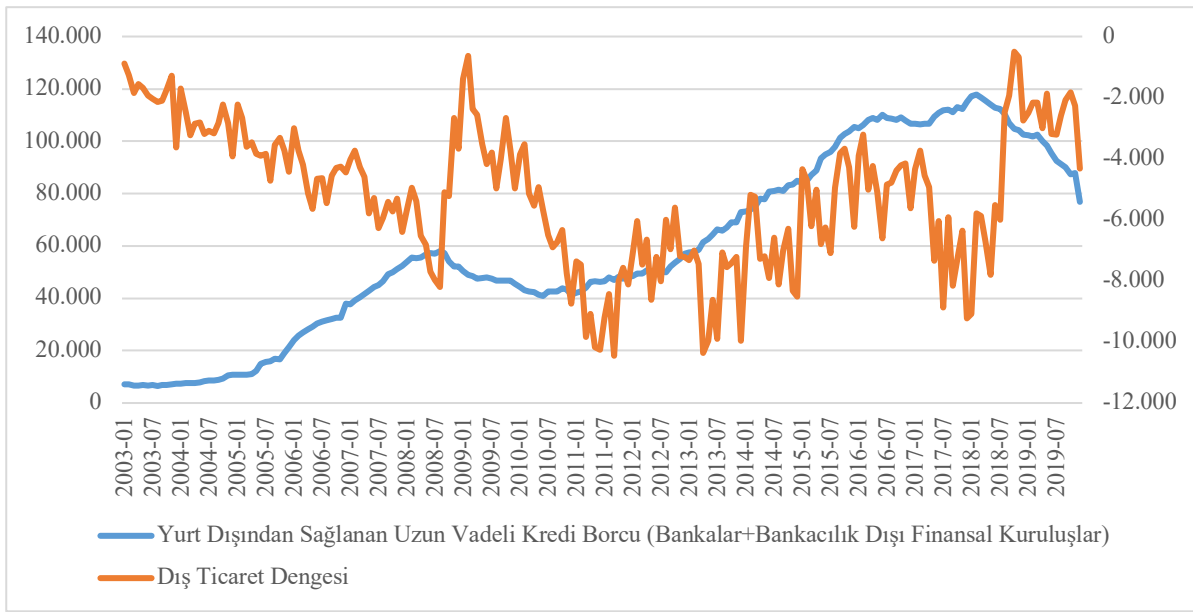


Grafik 13. Türkiye’nin Dünya Sendikasyon Kredi Piyasasındaki Yeri (2009-2019)

Kaynak: Thomson Reuters ve BDDK

Sendikasyon kredilerindeki artış seyrine rağmen küresel sendikasyon kredi piyasasından Türkiye'nin çok da yüksek bir pay alamamakta olduğu görülmektedir. Thomson Reuters raporlarına göre Türkiye, uluslararası sendikasyon kredi pazarında, 2009-2019 dönemine ait grafiklerden de görüleceği üzere, hiçbir zaman %1 seviyesinde pay yüzdesine yaklaşamamıştır. Türkiye'nin dünya sendikasyon kredi pazarında ulaşabildiği en yüksek oran sadece binde 5 ile 2010 yılında gerçekleşmiştir.

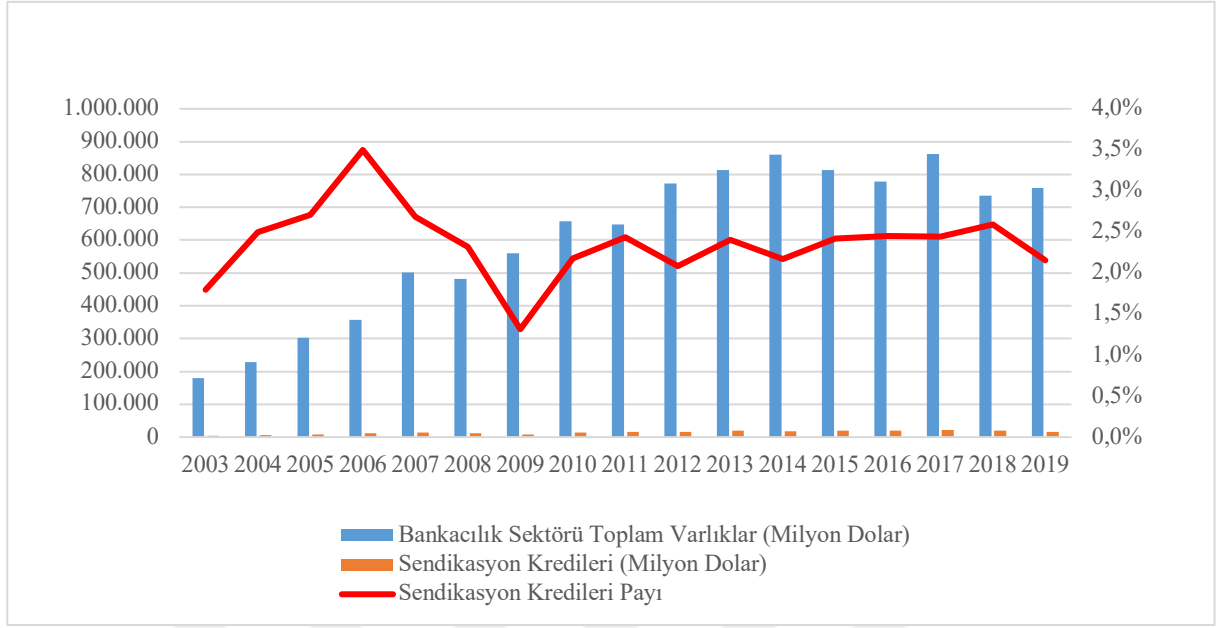
Grafik 14'te Türk bankacılık sektörünün 2003-2019 yıllarına ait yurtdışı kaynaklardan kullandığı krediler ile dış ticaret dengesinin gelişimi aylık verilerle gösterilmektedir.



Grafik 14. Bankacılık Sektörünün Yurtdışı Kaynaklardan Kullandığı Krediler ile Dış Ticaret Dengesi (2003-2019) (Milyon Dolar)

Kaynak: TCMB

Grafik 15'te Türkiye sendikasyon kredileri ve bankacılık sektörü bilanço büyüklüğü 2003-2019 yılları itibariyle gösterilmektedir.



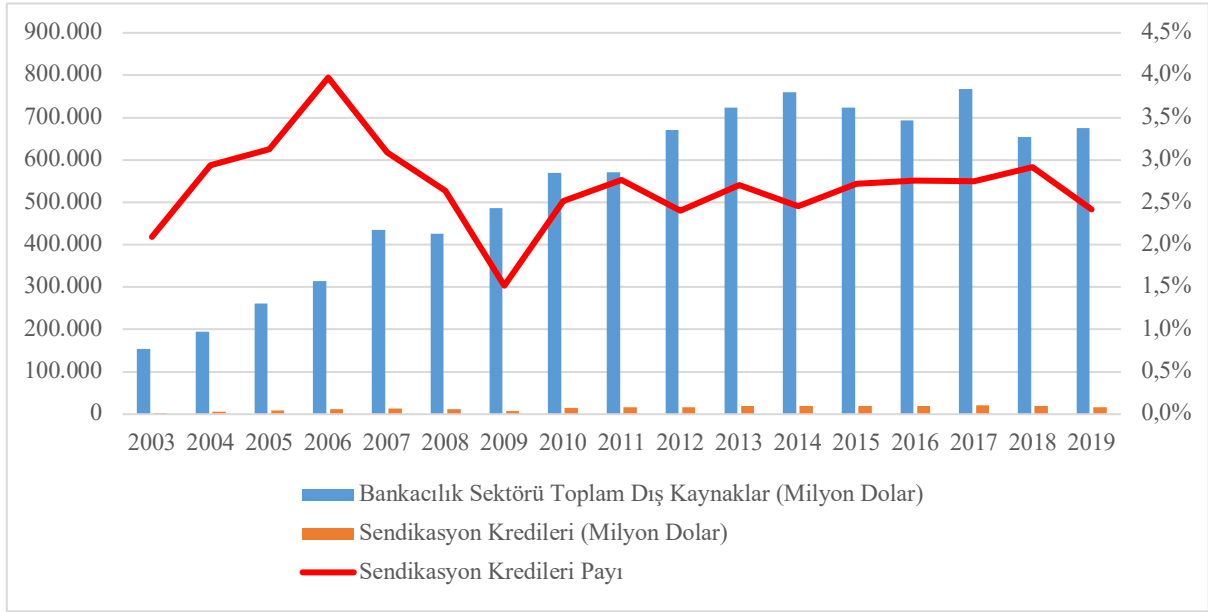
Grafik 15. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Bilanço Büyüklüğü (2003-2019)

Kaynak: BDDK

Sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sistemi içerisindeki göreceli yeri ile ilgili fikir sahibi olabilmek amacı ile araştırma dönemi olarak belirlenen 2003-2019 yılları arasında her yıl için toplam sendikasyon kredisi tutarları ile bankacılık sektörünün toplam varlıkları için karşılaştırma yapılmıştır. Bankacılık sektörü toplam bilanço büyüklüğü içerisinde sendikasyon kredilerinin payı 2006 yılında %3,5 ile en yüksek noktaya çıkmış, 2009 yılında %1,3 ile en düşük seviyeye düşmüştür ki bu oranlar sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sistemi içerisinde sınırlı bir yere sahip olduğunu göstermektedir.

Grafik 16'da Türkiye sendikasyon kredileri ve bankacılık sektörü toplam dış kaynaklar 2003-2019 yılları itibariyle gösterilmektedir¹⁰.

¹⁰ Bankacılık sektöründe sendikasyon kredileri dışında sekuritizasyon kredileri, repo, mevduat, sermaye benzeri borçlar, krediler gibi farklı finansal enstrümanlar mevcut olup, TCMB'nca dönemsel olarak hazırlanan "finansal istikrar raporları"nda sendikasyon kredileri ile karşılaştırılmalı olarak sunulan bu enstrümanlar için bankacılık sektörü yurtdışı yükümlülüklerinin gelişim seyri raporlanmaktadır. İlgili enstrümanlara ilişkin veriler, TCMB ve BDDK kurumlarından talep edilmiş, ancak kamuya açık olmayan verileri içermesi sebebiyle ilgili veriler temin edilememiş ve ilgili veriler tez içeriğine dâhil edilememiştir.

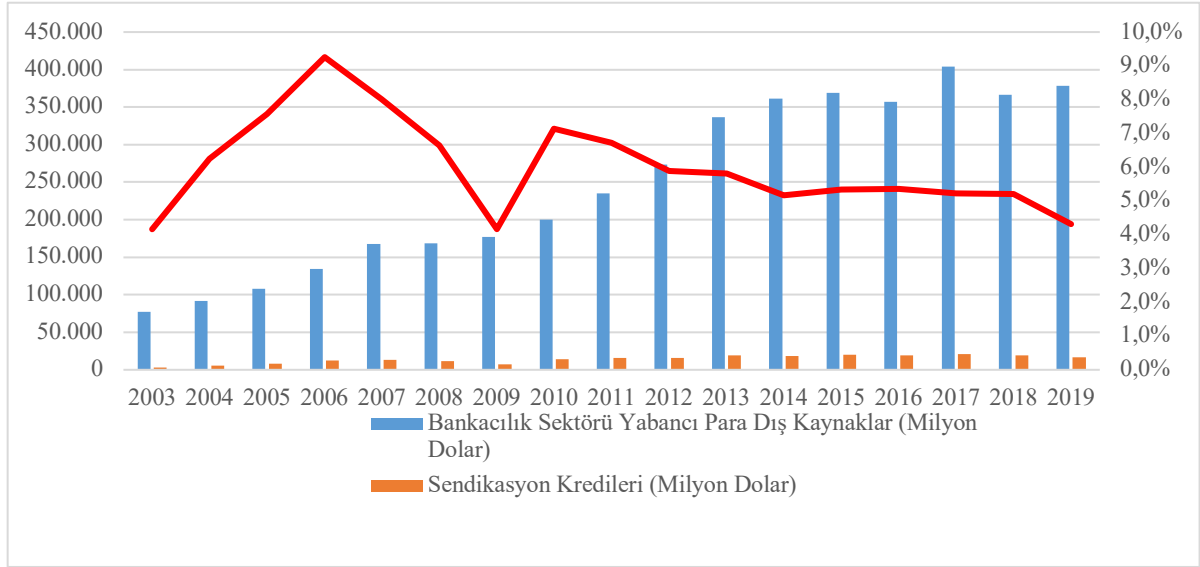


Grafik 16. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Toplam Dış Kaynaklar (2003-2019)

Kaynak: BDDK

Sendikasyon kredilerinin bir finansman kaynağı olarak bankacılık sektörü toplam dış kaynakları ile karşılaştırması yapıldığında, 2003-2019 yılları arasında sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörünün toplam dış kaynakları içerisindeki payının %1,5 ile %4 arasında değişmekte olduğu görülmektedir.

Grafik 17’de Türkiye sendikasyon kredileri ve bankacılık sektörü toplam yabancı para dış kaynaklar 2003-2019 yılları itibariyle gösterilmektedir.



Grafik 17. Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Yabancı Para Dış Kaynaklar (2003-2019)

Kaynak: BDDK

Sendikasyon kredilerinin Türk bankaları için bir yabancı para finansman kaynağı olması dikkate alınarak aynı kıyaslama bankacılık sektörünün yabancı para cinsi dış kaynaklar toplamı ile yapıldığında, sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sektörünün yabancı para fon kaynakları içerisindeki payının %4,2 ile %9,3 arasında değişmekte olduğu görülmektedir.

3.11. Türk Bankacılık Sektöründe Sendikasyon Kredilerinin Finansman Amacı

Büyük ölçekli firmaların sendikasyon kredileri kullandıkları görülse de sendikasyon kredileri daha sık ve düzenli olarak bankacılık sektörü tarafından kullanılmaktadır. Yani, uluslararası kredi piyasasından Türkiye'nin sağladığı sendikasyon kredileri genel olarak bankacılık sektörüne¹¹ aittir. Araştırmanın kapsadığı dönem itibarıyla Türk bankalarınca sendikasyon kredilerinin ağırlıklı olarak dış ticaretin finansmanı amaçlı olarak kullanıldıkları görülmektedir¹².

¹¹ BDDK ile yapılan yazışmalarda; Aylık Bülteni'deki "Sendikasyon – Seküritizasyon Kredileri" tablosunda ülkemizde faaliyet gösteren bankaların sendikasyon – seküritizasyon kredisi niteliğindeki borçlarının sunulmakta olduğu, bankaların borcu veya alacağı niteliğinde olmayan sendikasyon kredilerine (reel sektör tarafından kullanılanlar) ilişkin verilerin BDDK tarafından yayımlanmamakta olduğu hususları belirtilmiştir.

¹² BDDK ile yapılan yazışmalarda; sendikasyon kredilerinin firmaların genel ihtiyaçlarının karşılanması, işletme sermayelerinin desteklenmesi, proje finansmanı ve dış ticaretin finansmanı gibi amaçlarla kullanılabilmekte olduğu, BDDK olarak "kullanım amacı" esas alınarak bir sınıflama yapılmakta olduğu, dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan başlığı altındaki tutar büyüklüğü değerlendirilerek daha fazla detaya yer verilmediği hususları belirtilmiştir.

Tablo 20’de 2003-2019 dönemi Türk bankalarının kullandığı sendikasyon kredileri yıllar itibariyle gösterilmektedir.

Tablo 20. 2003-2019 Dönemi Türk Bankalarının Kullandığı Sendikasyon Kredileri

Yıl	Yıl	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olmayanlar) (Milyon Dolar)			Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar) (Milyon Dolar)		
		TP	YP	Toplam	TP	YP	Toplam
2019	12	0	733	733	2	15.581	15.581
2018	12	0	1.643	1.643	6	17.413	17.419
2017	12	0	1.500	1.500	12	19.582	19.594
2016	12	0	918	918	17	18.163	18.179
2015	12	0	1.282	1.282	22	18.366	18.388
2014	12	0	1.766	1.766	0	16.893	16.893
2013	12	0	2.205	2.205	0	17.363	17.363
2012	12	0	911	911	0	15.192	15.192
2011	12	0	751	751	0	15.018	15.018
2010	12	0	353	353	0	13.938	13.938
2009	12	0	0	0	0	7.363	7.363
2008	12	0	630	630	0	10.564	10.564
2007	12	0	1.067	1.067	0	12.370	12.370
2006	12	0	1.110	1.110	0	11.354	11.354
2005	12	20	184	204	0	7.972	7.972
2004	12	0	375	375	0	5.335	5.335
2003	12	0	0	0	0	3.206	3.206

Kaynak: BDDK, Son Gözlem 12.19

3.11.1. Banka Türü Ayrımında Sendikasyon Kredileri

31.12.2009 itibariyle Türkiye’deki bankacılık sektöründe 33 mevduat, 13 kalkınma ve yatırım, 6 katılım bankası mevcut olup, sendikasyon kredilerinin kullandırım süreçlerinin banka türü özelinde farklılıkları bulunmaktadır.

Tablo 21’de 2019/12.ay itibariyle mevduat, katılım ile kalkınma ve yatırım bankalarınca kullandırılmış olan sendikasyon kredi bakiyeleri görülmekte olup, toplam içindeki katılım

bankaları sendikasyon kredisi kullandırım oranlarının çok sınırlı seviyede olduğu görülmektedir.

Tablo 21. Sendikasyon Kredileri (Milyon Dolar), Dönem: 2019/12

		Sendikasyon Kredileri (milyon \$), Dönem:2019/10	TP	YP	Toplam
Mevduat	1	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olmayanlar)	0,00	250,00	250,00
Mevduat	2	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar)	2,45	11.600,33	11.602,78
Katılım	1	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olmayanlar)	0,00	268,44	268,44
Katılım	2	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar)	0,00	0,00	0,00
Kalkınma ve Yatırım	1	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olmayanlar)	0,00	159,27	159,27
Kalkınma ve Yatırım	2	Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar)	0,00	3.268,59	3.268,59

15.549,08

Kaynak: BDDK (Aylık bankacılık sektörü verileri (temel gösterim))

3.11.1.1. Kalkınma-Yatırım Bankalarının Kullandırılan Sendikasyon Kredileri

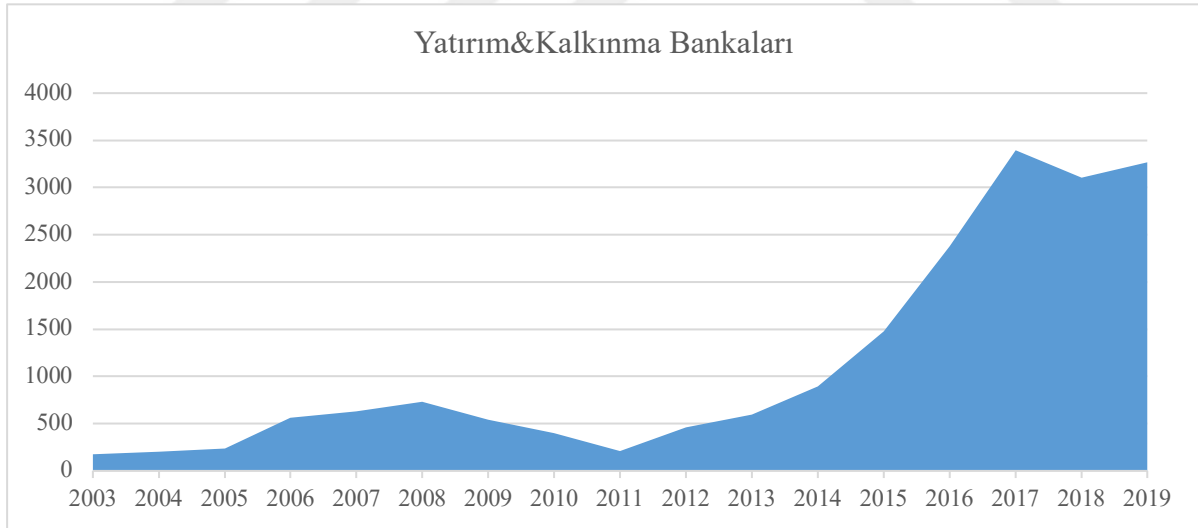
Kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde sermayesi yeterli olmayan firmalara veya yeni yatırımlarına kaynak ve teknik yardım ihtiyacı bulunan büyük endüstriyel firmalara, endüstriyel gelişmeyi hızlandırmak amaçlı destek sağlamak için faaliyet gösteren finansal kuruluşlardır. Esas itibarıyla, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren kalkınma bankaları, özellikleri gereği devlet tarafından veya devlet destekli olarak kurulmakta olup, yalnızca sınai yatırımlarına katılmaktadırlar (Türkiye Bilimler Akademisi).

Yatırım bankaları ise gelişmiş sermaye piyasasının bulunduğu ülkelerdeki âtıl fon sahibi kurumsal yatırımcılar için fonların menkul değer alım ve satımı için değerlendirilmesine aracılık ve danışmanlık hizmeti veren, işletmelere doğrudan kredi tahsisi yapmayan ancak işletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılama görevi üstlenen finansal kuruluşlardır. Genellikle özel sektör tarafından kurulmakta olup, gelişmiş sermaye piyasalarının olduğu batı ülkeleri ile sermaye piyasasının gelişmekte olduğu ülkelerde ortaya çıkmıştır (Türkiye Bilimler Akademisi).

Yatırım ve kalkınma bankaları, aynı kredi verme politikalarına sahip değildir. Ticari bankalarla karşılaştırıldığında, yatırım bankaları daha az kârlı, daha fazla kaldıraçlı firmalara borç vermekte olup, daha riskli vadeli kredi sınıflarını daha cömertçe kullanmakta ve taahhüt sözleşmeleriyle değil, daha uzun vadeli krediler sunmaktadır. Yatırım bankaları tipik olarak daha yüksek kredi marjları oluştursa da bir ticari bankanın sendika kurucusu olarak katıldığı zaman prim düşmektedir.

Sendikasyon kredi fiyatlandırması yatırım ve ticari bankalarla karşılaştırıldığında; yatırım bankaları, ticari borç verme işine nispeten yeni girenlerdir ve ticari bankalardan daha az kârlı, daha fazla kaldıraçlı şirketlere borç vermektedir. Yatırım bankaları, ticari bankalara kıyasla daha uzun vadeli krediler sağlamaktadır ve kredi taahhüdü sözleşmeleri sağlama olasılığı daha düşüktür. Yatırım bankaları, borçlular için ticari bankalardan daha riskli vadeli kredi sınıflarını daha cömertçe fiyatlandırmaktadırlar (Harjoto, Mullineaux ve Yi, 2006:2).

Grafik 18’de Türkiye’de Yatırım&Kalkınma Bankaları tarafından 2003-2019 dönemi arasında dış ticaretin finansmanı amaçlı kullanılan sendikasyon kredilerini seyri gösterilmektedir. Yatırım ve kalkınma bankaları tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinin toplam krediler içerisindeki oranı sınırlı bir yer tutmaktadır.



Grafik 18. Türkiye’nin Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar): Yatırım&Kalkınma Bankaları (2003 -2019) (Milyon Dolar)

Kaynak: BDDK

Söyler (2018), sendikasyon kredilerinin Türkiye’nin kamu sermayeli kalkınma ve yatırım bankalarından biri olan İller Bankası Anonim Şirketi’ne uygunluğunu incelemiştir.

İLBANK'ın sendikasyon kredisi piyasasına erişimini olumsuz etkileyen etmenler olarak döviz kuru etkisi, ölçek ekonomileri, ikili ilişkilerin önemi ve denetim konuları ön plana çıkarmakta olduğu belirtilmiştir. Yıllık döviz kurundaki artışlara kredi faizlerinin de eklenmesinin toplam maliyet açısından İLBANK'ın zarar etme ihtimalinin yüksek olduğu, bu sebeple ölçek ekonomileri açısından İLBANK'ın diğer ticari bankaların gerisinde kalmakta olduğu, sonuç olarak yapılan analizler neticesinde kur riski sebebiyle sendikasyon kredisi uygulamasının İLBANK için uygun olmadığı sonucuna varılmıştır.

3.11.1.2. Katılım Bankalarınca Kullandırılan İslami Sendikasyon Kredileri

Katılım bankası, faizsiz bankacılık ilkesi ile kurulan; faizsiz her türlü bankacılık işlemini yapan, ortaklık ve kiralama usulü ile fon sağlayan; Türk bankacılık sektörü için alternatif değil, sektörü tamamlayan bankalar olarak kabul edilir (Türkmenoğlu: 2007:1). Mevduat bankaları ile kalkınma-yatırım bankalarının yanında üçüncü tarz bir bankacılık hizmeti veren katılım bankaları, işlevsel olarak mevduat bankalarına benzer olmakla birlikte fon toplama ve kullandırma usulleri aynı değildir (Alada, 2017).

Katılım bankacılığında temel ilkeler; faiz yasağı bulunması, ticaretin esas alınması (reel ekonomiye bağlılık, borcun finansmanı yasağı), ortaklık ve risk paylaşımının esas alınması, garar (aşırı belirsizlik) yasağı bulunması, spekülasyon yasağı olması, bazı maddelerle ilgili yasaklar (alkollü içecek, kumar, şans oyunları, tütün vd.) içermesi ve saydamlık şeklindedir.

Bankacılık sisteminin tamamlayıcıları olarak kabul edilen katılım bankaları, farklı gerekçelerle sistem dışında âtıl kalan fonları sisteme kazandırmaktadır ki bu bankalar fon kullanıcılarına alternatif finansman olanağı sağlamaktadır.

Katılım bankalarının fon kullandırma yöntemleri şu şekildedir;

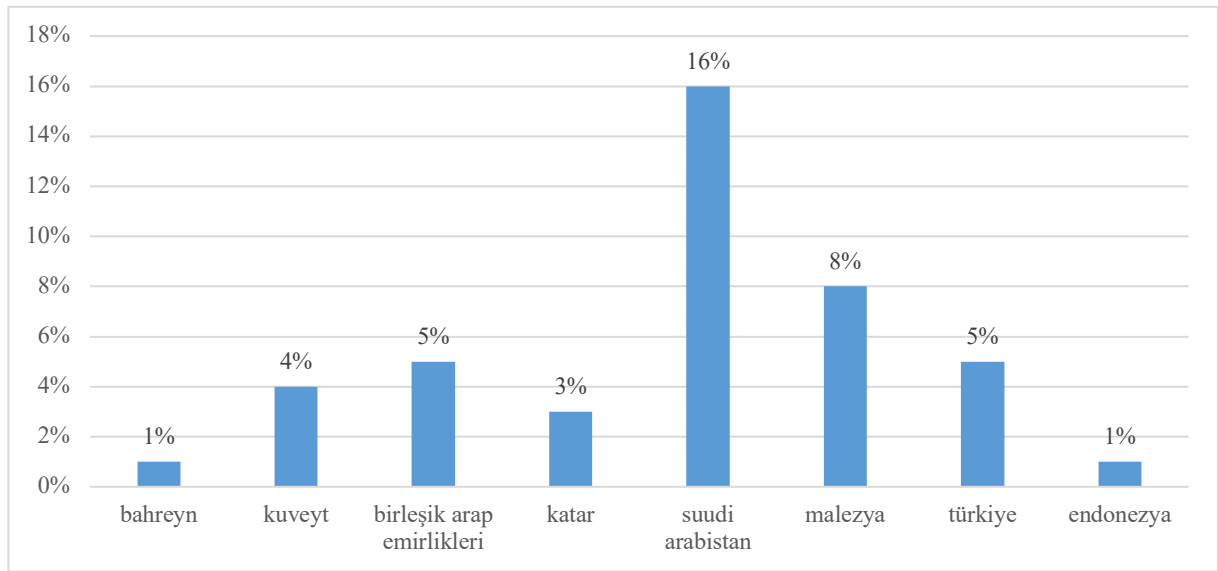
Kurumsal ve bireysel finansman desteği (murabaha), alışların peşin satışların vadeli yapılması üzerine olup, imzalanan sözleşme alım-satım sözleşmesidir. Mal veya hizmetin alınıp satılabilir olması ve alım-satım işlemi gerçek bir işlem olması; haram işler için kullanılan ürünler (içki, kumar, sigara, domuz eti, kumar malzemeleri gibi) veya murabaha konusu mal olmayan (harç, ceza, vergi, vize ücreti, borç vb.) unsurları içermemesi gereklidir.

Finansal kiralama (leasing), yatırım malı mülkiyetinin leasing şirketinde/katılım bankasında kalması, belirlenmiş kira tutarları karşılığı yatırım malı kullanım hakkının kiracıya verilmesi, sözleşme vadesinde ilgili yatırım malı mülkiyetin kiracıya geçmesini ifade eden bir finansman yöntemidir.

Emek ve sermaye ortaklığı (mudaraba), “hem sermaye hem de emek ile kurulan ortaklık” anlamındadır. Büyük sermayesi bulunmasına rağmen ticari bilgi ve deneyimi yeterli olmayan kişiler ile ticari yeterliliğe sahip fakat sermaye düzeyi yeterli olmayan kişilerin bir araya gelmesi ile oluşturdıkları bir tür ticari örgütlenme şeklidir.

Sermaye ortaklığı (müşareke), ortaklık anlamındadır. Yönetim ve sermaye ortaklığı içeren bir faaliyet türü olup, katkıda bulunulan oran bazında taraflar arasında kâr-zarar paylaşımı yapılır.

Grafik 19’da ülkeler bazında faizsiz bankacılığın toplam bankacılık sektörü içindeki yüzdesi gösterilmektedir.



Grafik 19. Faizsiz Bankacılığın Toplam Bankacılık Sektörü İçindeki Payı (2019)

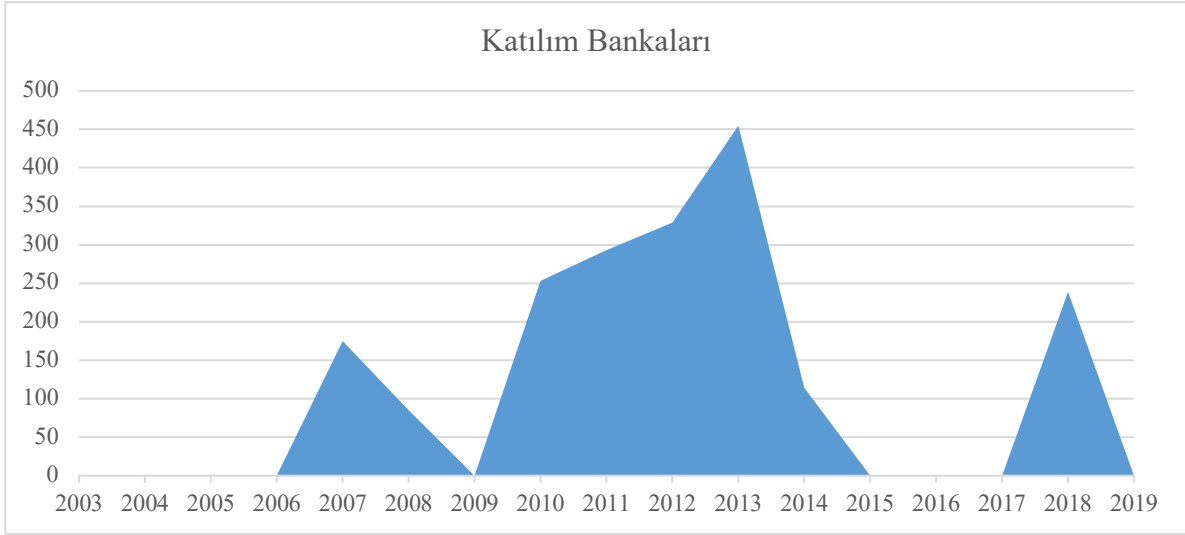
Kaynak: Bloomberg

İslam sendikasyonu finansmanı, şeriat tarafından izin verilen finansman metodlarından biri aracılığıyla bir ortak finansman operasyonuna bir grup finansal kurumun katılımı anlamına gelir. Teknik olarak, İslam sendikasyonu finansmanı, öncekilerle aynı ticari hususların uygulandığı geleneksel sendikasyon kredisine benzer şekilde çalışmaktadır. Ancak, İslami finansın çoğunda olduğu gibi, iki işlem arasında bazı ayırt edici özellikler vardır. İlk olarak, bir İslam sendikasyonu finansmanında, her bir finansör üzerinde anlaşılan bir şeriat kavramına dayanarak doğrudan müşteriyle bağlantı kurar, finanse eder ve karşılıklı olarak anlaşılan ortak şartlar sözleşmesine dayanır. Tipik olarak, zorunlu bir lider aranjör finansman tesisini oluşturur

ve bir araya getirir, bir kitapçı, kayıtları tutar ve finansman tesisini katılımcı finansörlere dağıtır, bir acente bankası finansman tesisini yönetir ve katılımcı finansörler fon sağlar. İkinci aşamada ikincil kredi piyasası uygulamaları yürütülmektedir. Bu uygulama konvansiyonel kredi için, İslami finansmana göre daha fazla öne çıkmaktadır; ikincil bir kredi piyasasında, bankalar diğer bankalara satış yaparak krediyi defterlerinden indirirler. Bunu yaparken ortak uygulamalar, alt katılım, kredi katılımı, kredi ticareti, kredi türevleri ve teminatlandırılmış kredi yükümlülüğüdür. Karakteristik olarak, kredi satışı, alıcıya bir borcun nakit akışının tamamı ya da bir kısmı hakkında hak talebinde bulunan bir “katılım sözleşmesi” içerir. Katılımın alıcısı, borç alanla hiçbir ilişkisi olmayan “dolaylı bir borç veren” dir. Özetle, sendikasyon kredisi ve İslam sendikasyonu finansmanı, bir sendikayı oluşturan birden fazla banka tarafından genişletilmiş bir şirket firmasının büyük bir finansman gereksinimini karşılamak için geliştirilen finansman mekaniği biçimleridir; belirli bir bankacılık ortamında, finansal ve finansal olmayan nedenler ile iç ve dış kısıtlamalar gibi faktörler mevcuttur. Bununla birlikte, özellikle İslam sendikasyonu finansmanı için işlem, riba (faiz), gharar (sözleşmede belirsiz ya da net olmayan hususlar) ve maisir (aşırı risk alma) aleyhindeki yasakları içeren Şeriat emirleri uyarınca belirlenen şartlara uygun olarak yapılmalıdır (Khaleq ve diğerleri, 2016:337).

İslam sendika finansmanında yatırımcı olarak bankaların Şeriat tarafından yasaklanan ürün ve hizmetlere yatırım yapmalarına izin verilmemektedir. Bununla birlikte, sendikasyon kredisi ve İslam sendikasyonu finansmanı, çok sübvansiyonlu finansman yönteminin daha popüler biçimleridir; birincil sendikalaşma, kurumsal müşterileri doğrudan etkilerken, ikincil kredi satışları ise sadece bankaların bilançolarını yönetmeleri için bir platform görevi görür.

Grafik 20’de Türkiye’de Katılım Bankaları tarafından 2003-2019 dönemi arasında dış ticaretin finansmanı amaçlı kullanılan sendikasyon kredilerini seyri gösterilmektedir. Alınmış olan krediler arasında katılım bankaları tarafından alınanlar sınırlı bir yer tutmaktadır.



Grafik 20. Türkiye'nin Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar): Katılım Bankaları (2003-2019) (Milyon Dolar)

Kaynak: BDDK

Büyük bir firmanın geleneksel sendikasyon kredisi yerine sendikasyonlu İslami bir krediyi tercih etmesine hangi unsurların yol açabileceği konusundaki araştırmada, kredi özelliklerinin İslami bir kredi seçimini etkilediği görülmektedir. Borçlunun kalitesi İslami bir kredi seçimini etkilemez, sendikalı İslami kredi seçimini etkileyen ülke düzeyinde üç faktör için kanıt bulunmuştur; en büyük rol dindarlık tarafından oynanır, ancak buna daha az ölçüde kurumların kalitesinin ve finansal gelişmenin potansiyel etkileri de eşlik eder (Godlewski ve Weill, 2012:16).

Katılım bankaları sendikasyon kredisi piyasasına ilk olarak 2007 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası, Türkiye Finans Katılım Bankası ve Asya Katılım Bankası ile dâhil olmuşlardır.

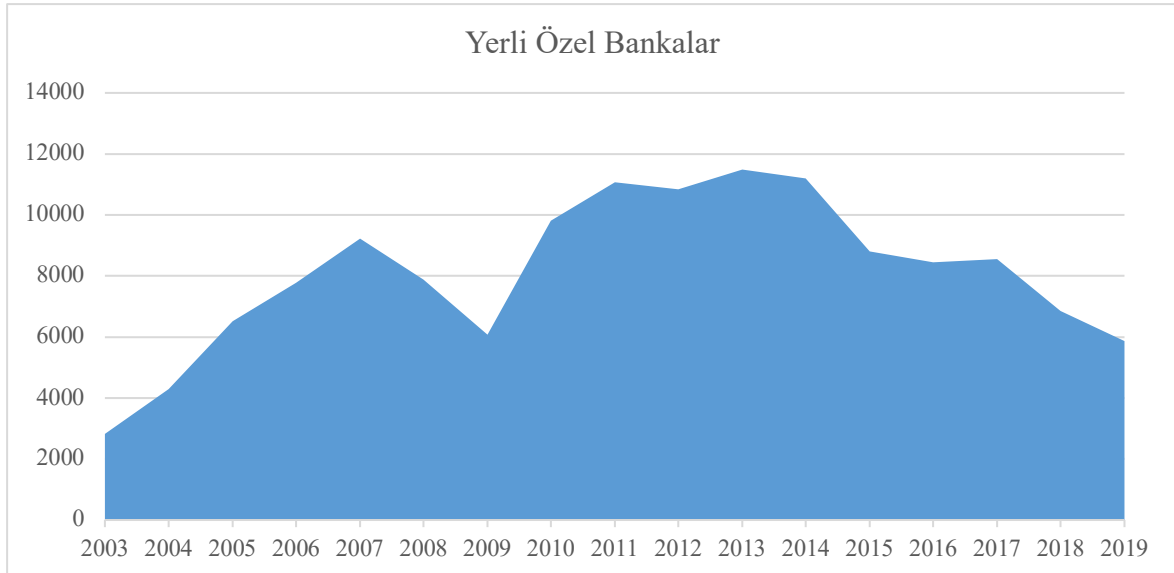
Pişkin (2016), Türkiye'deki katılım bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde (murabaha sendikasyonu) diğer bankaların almış oldukları sendikasyon kredilerine göre daha yüksek spread ödediklerini tespit etmiş olup, murabaha sendikasyonların geleneksel sendikasyonlara kıyasla ayrı bir krediör bünyesine sahip olmasını daha yüksek spread ödenme sebebi olarak açıklamıştır. Geleneksel sendikasyon kredilerinde, potansiyel katılımcı sayısı ve borç verilebilecek kredi tutarı çok daha yüksek iken bu tür sendikasyonlarda ise krediörlerin İslami bankalar ve/veya İslami bankacılık faaliyetleri de bulunan limitli sayıdaki geleneksel

Avrupa bankalarından oluşmakta olması hususunun; murabaha sendikasyonunda arz yönlü bu sınırlılık durumunu oluşturmakta olduğu ve sendikasyon katılımcısı katılım bankası tarafından daha yüksek spread oranları ile borçlandırma sürecinin söz konusu olduğu belirtilmiştir. Buna ilaveten, geleneksel sendikasyon kredileri için talep edilen bazı ücret ve komisyonların İslami sendikasyonlar için talep edilememekte olması hususu da kreditorlerin alınamayan bu ücretleri spreade yansıtma eğilimi içerisinde olmalarına neden olarak belirtilmiştir.

3.11.1.3. Yurtiçi Özel ve Devlet Bankalarınca Kullanılan Sendikasyon Kredileri

Devlet bankalarının üstü kapalı bir garantiye sahip olmaları nedeniyle özel sermayeli bankalara kıyasla daha güvenilir ve düşük riskli olarak değerlendirilmeleri, buna bağlı olarak da daha düşük oranlardan borçlanmaları beklenebilir. Devlet bankaları ile özel bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin spreadleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelendiğinde, aradaki farkın anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Pişkin, 2016:163).

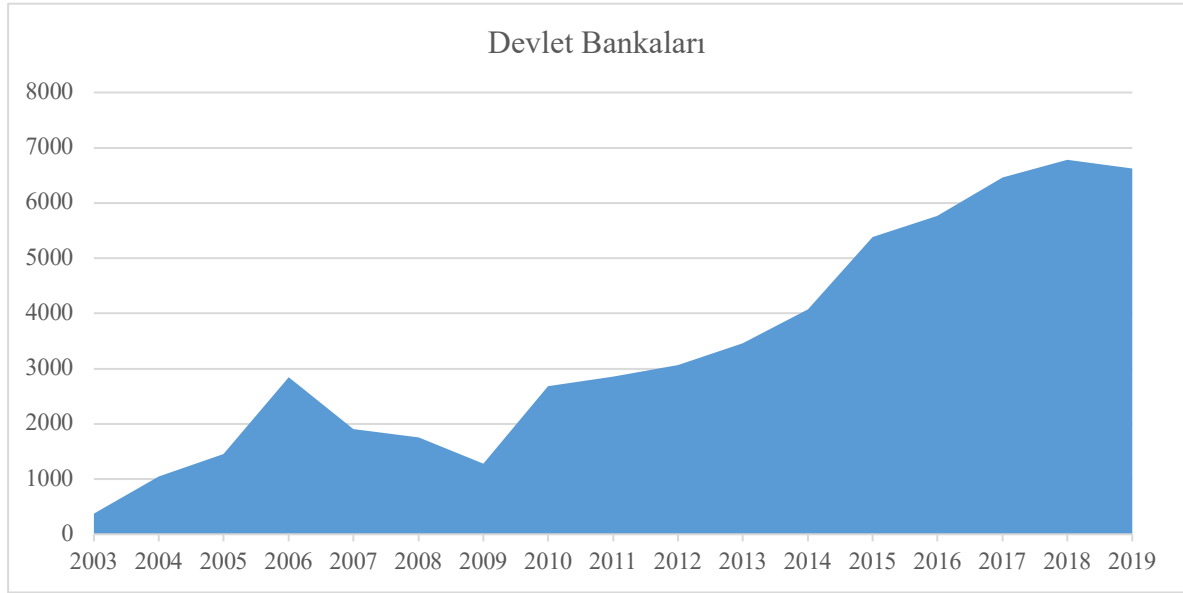
Grafik 21’de Türkiye’de Yerli Özel Bankalar tarafından 2003-2019 dönemi arasında dış ticaretin finansmanı amaçlı kullanılan sendikasyon kredilerini seyri gösterilmektedir. Yerli özel bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinin de toplam sendikasyon kredileri içerisindeki oranı önemli düzeyde bir yer tutmakta olduğu görülmektedir.



Grafik 21. Türkiye’nin Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar): Yerli Özel Bankalar ((2003-2019) (Milyon Dolar)

Kaynak: BDDK

Grafik 22’de Türkiye’de Devlet Bankaları tarafından 2003-2019 dönemi arasında dış ticaretin finansmanı amaçlı kullanılan sendikasyon kredilerini seyri gösterilmektedir. Katılım ve yatırım bankalarında olduğu gibi devlet bankaları tarafından alınmış olan kredilerin de toplam krediler içerisindeki oranı sınırlı bir yer tutmaktadır.



Grafik 22. Türkiye’nin Sendikasyon Kredileri (Dış Ticaret Finansmanı Amaçlı Olanlar): Devlet Bankaları (2003-2019) (Milyon Dolar)

Kaynak: BDDK

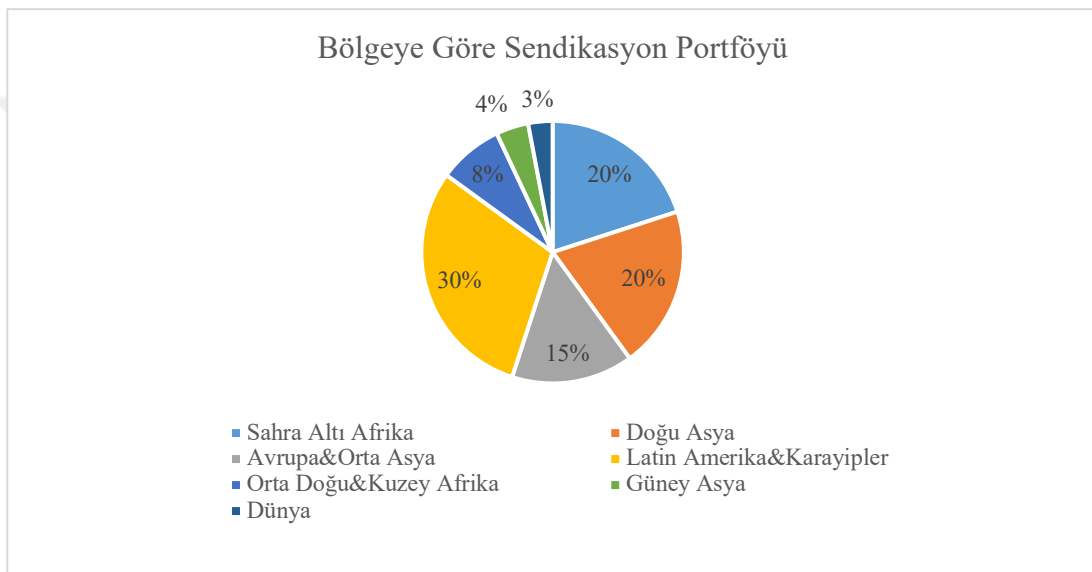
3.12. IFC ve Bir Sendikasyon Kredisi Örneği-Brezilya

Dünya Bankası Grubu üyesi olan IFC¹³ (International Finance Corporation), gelişmekte olan pazarlarda özel sektöre odaklanan en büyük küresel kalkınma kurumudur. Dünya çapında 2.000 şirketle çalışarak, en çok ihtiyaç duyulan yerde fırsat yaratmak için deneyimlerini kullanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki uzun vadeli yatırımları ile özel sektörün aşırı yoksulluğu sona erdirmesine ve ortak refahı artırmasına yardımcı olmak için sermayelerini, uzmanlıklarını ve etkinliklerini kullanarak destek sağlamaktadır.

¹³ IFC aracılığı ile kullanılmış olan sendikasyon kredilerine Brezilya ve Türkiye’den birer örnek verilmiş olup, IFC Türkiye Ofisi yetkilisi ile yapılan görüşmede, IFC’nin aracılık etmiş olduğu sendikasyon kredilerine ilişkin örnek uygulama detayları talep edilmiş, ancak “müşteri sırrı” prensibi sebebiyle bilgi sunulamayacağı hususu belirtilmiştir. Bu sebeple örnek olarak sunulan her iki sendikasyon kredisi örneği, IFC web sitesinde yayınlanan kamuya açık bilgilerden ve basına yansıyan haberlerden derlenmiştir

IFC kredileri, vade ve maliyet bakımından piyasa koşullarına uygun olarak açılmakta olup, büyük montanlı projelerin ya da yaygın finansman katılımında fayda görülen projelerin finansmanında *sendikasyon* yolunu kullanabilmektedir. Sendikasyon kredisinde, IFC lider rolünü üstlenmekte ve projenin finansmanını özel bankalarla birlikte yürütmektedir (Gümüş, 2011:24).

Şekil 5'te IFC tarafından sağlanan sendikasyon kredilerinin bölgelere göre ayrımı gösterilmektedir. En fazla Latin Amerika ülkelerine kullandırım yapıldığı görülmektedir (IFC, 2017:56-57).

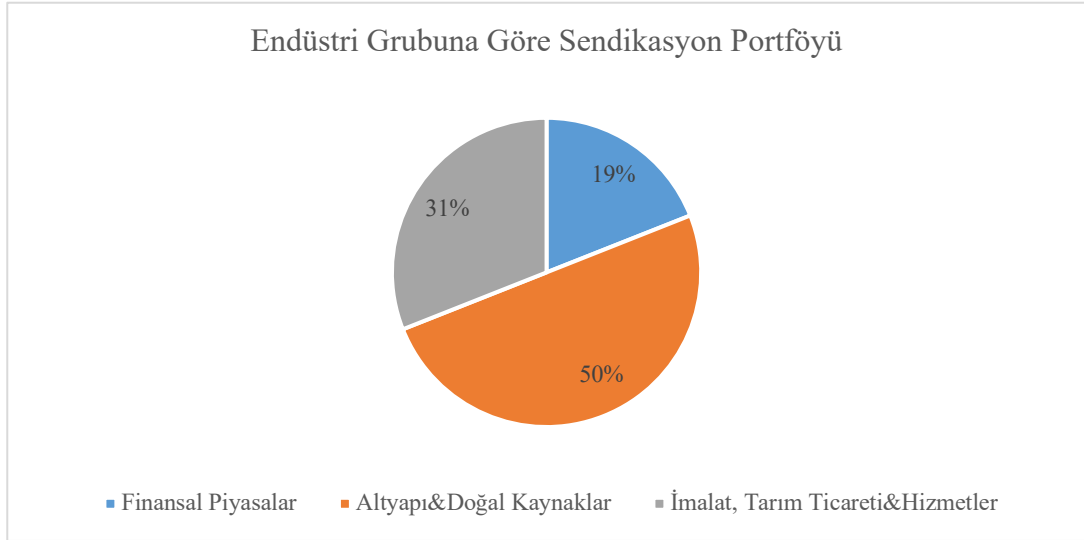


Şekil 5. Bölgeye Göre Sendikasyon Portföyü

Toplam Taahhüt Edilen Portföy: 15.7 Milyar USD-264 Kredi

Kaynak: IFC (31 Aralık 2019)

Şekil 6'da IFC tarafından sağlanan sendikasyon kredilerinin sektörlere göre ayrımı gösterilmektedir. En fazla altyapı ve doğal kaynaklar için kullandırım yapıldığı görülmektedir.



Şekil 6. Endüstri Grubuna Göre Sendikasyon Portföyü

Toplam Taahhüt Edilen Portföy: 15.7 Milyar USD-264 Kredi

Kaynak: IFC (31 Aralık 2019)

IFC (Dünya Bankası Grubu üyesi olan), küçük ve orta ölçekli işletmeler için finansmana erişimi genişletmek için *Daycoval*'a finansman sağlayan 12 bankayı mobilize ederek 275 milyon dolar tutarında olan sendikasyon kredisini yönetmiştir (Euromoney, 2017).

Brezilya bankası olan *Daycoval* için 7 Mart 2017'de sağlanan 275 milyon dolarlık bu finansman paketi sağlanarak kadınlara ait işletmeler de dâhil olmak üzere, küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ'ler) için finansmana erişimi genişletmek amaçlanmıştır.

IFC'nin finansmanı, IFC'nin kendi hesabına ait 5 yıllık 63,6 milyon dolarlık bir kredi ve biri 105 milyon dolar, biri 105 milyon euro olmak üzere iki dilimden ve 2 yıllık bir sendikasyon kredisinden oluşmaktadır. Ayrıca, kurumsal yatırımcılara IFC'nin gelecekteki üst düzey kredi portföyüne pasif olarak katılmalarını sağlayan yeni bir sendikasyon platformu olan IFC Yönetilen Ortak Borç Verme Portföyü Programı aracılığıyla 5 yıllık 47,7 milyon dolarlık bir kredi de dâhildir. Toplam 275 milyon doların en az %25'i kadınların KOBİ'lerine tahsis edilmiştir. Kalan kaynaklar, *Daycoval*'ın borç verme operasyonlarını ülke genelinde KOBİ'lere finanse etmek için yönlendirilmiştir.

Sendikasyon kredisine katılan 12 banka arasında bulunan bankaların beşi ilk kez *Daycoval*'a yatırım yapmıştır: Çin Sanayi ve Ticaret Bankası (ICBC), ResponsAbility Investments AG, Bancaribe, Microvest ve Republic Bank Limited. ResponsAbility Investments

AG için bu, aynı zamanda Brezilya'daki bir finans kurumuna yapılan ilk yatırım olmuştur. Sendikasyonun diğer kredi kuruluşları, Banco Santander, Standard Chartered Bank, Banco Itaú BBA, Commerzbank, BAC Florida Bankası, HSBC Bank ABD N.A. ve UBI Banca'dır.

KOBİ'ler, Brezilya'daki kayıtlı işletmelerin yaklaşık %99'unu temsil ettiğinden, toplam resmi istihdamın %52'sini ve ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYİH) %27'sini oluşturdıkları için Brezilya ekonomisinde kilit bir rol oynaması hedeflenmiştir.

Kredi, kadın girişimciler için sermayeye erişimi genişletmeye adanmış olup, küresel bir tesis olan Kadın Girişimciler Fırsat Tesisi ("WEOF") ile bağlantılıdır. WEOF, 2014 yılında IFC'nin Kadın Bankacılığı programı ile Goldman Sachs'ın 10.000 kadın girişimiyle, kadınlara ait işletmeler için finansmana erişimi radikal bir şekilde genişletme girişimi arasında bir ortaklık olarak başlatılmıştır. O zamandan bu yana, 14 ülkede finans kuruluşlarına, kadın girişimcilere borç vermeyi teşvik etme taahhüdünde bulunarak 600 milyon dolarlık bir taahhütte bulunulmuştur.

3.13. IFC ve Bir Sendikasyon Kredisi Örneği-Türkiye

Sanko Holding bünyesinde bulunan firmalardan Çimko A.Ş.'nin hazır beton ve enerji verimliliği alanlarındaki yatırımlarının finansmanı için 65 milyon dolar tutarında kredi paketi 28 Ocak 2014'te Dünya Bankası Grubu kuruluşlarından olan IFC tarafından sağlanmıştır (Enerji Günlüğü, 2014).

IFC tarafından oluşturulan bu kredi paketinin 40 milyon dolarlık kısmının sağlanması IFC tarafından, 18 milyon euroluk kısmı ise IFC liderliğindeki BNP Paribas Fortis SA/NV'nin da içinde bulunduğu sendikasyon kredisi ile temin edilmiştir.

Kredi anlaşması ile Çimko'nun pazardaki rekabet gücünün sağlamlaştırılması ve firmanın Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde sağlamış olduğu istihdamın artırılması için katkı sağlanması hedeflenmiştir. Çimko'nun, IFC'den temin ettiği kredi ile enerji tasarrufu sağlanması ve karbon salınımı azaltıcı enerji verimliliği yatırımlarının gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. IFC tarafından verilecek enerji verimliliği, çevresel ve sosyal sürdürülebilirlik konuları hakkındaki danışmanlık hizmetleri ile Çimko A.Ş.'nin sürdürülebilir büyüme programlarına katkı sağlanması da amaçlanmıştır.

3.14. Konsorsiyum Kredileri ve İstanbul Havalimanı Örneği

Bir kredi sendikasyonu gibi konsorsiyum finansmanı, tek bir borç veren ile gerçekleşmeyen işlemler için geçerlidir. Birkaç banka, tek bir borçluyu müşterek bir değerlendirme, dokümantasyon ve izleme ile ortaklaşa denetlemeyi kabul ederler.

Konsorsiyumlar, bir sendikasyon kredisi gibi uluslararası işlemleri ele alacak şekilde inşa edilmemiştir. Bunun yerine, eldeki projenin boyutu, tek bir borç verenin kredinin çok büyük veya çok riskli olması sebebiyle üstlenmemesi sebepleriyle bir konsorsiyum ortaya çıkabilir.

İstanbul'da yeni havalimanını geliştiren, Türk sponsorlardan oluşan İGA Havalimanı İşletmesi A.Ş.'nin havalimanının ilk aşamasını finanse etmek için kullanmış oldukları uzun vadeli proje finansmanı kredisi bir konsorsiyum kredisidir.

Kredi, İGA Havalimanı İşletmesi A.Ş. (Cengiz İnşaat Sanayi ve Ticaret, Mapa İnşaat & Ticaret A.Ş., Kolin İnşaat Turizm Sanayi, Limak Holding, Kalyon İnşaat Sanayi ve Ticaret) ile Denizbank, Finansbank, Garanti Bankası, Halk Bankası, Vakıfbank, Ziraat Bankası arasında Kasım 2015'te imzalanmıştır.

16 yıl vadeli 4,48 milyar euroluk tutarla, bir proje finansmanı sağlayan konsorsiyum, Türkiye'nin anlaşma büyüklüğü açısından bugüne kadarki en büyük proje finansmanlarından biri olmuştur.

3.15. Sendikasyon Kredilerinin Hukuki Boyutu ve Yasal Çerçevesi

Sendikasyon kredisi kullandırımında hukuki boyut ve yasal çerçeve hakkında bilgi verilmiştir (Berker, 2002:43):

3.15.1. Sendikasyon Kredilerinin Hukuki Boyutu

Ortak bir dokümantasyon ile benzer hüküm ve koşulların geçerli olduğu, iki ya da ikiden fazla kredi kuruluşunun bir araya geldiği ve kreditorlerden birinin liderlik yaptığı, büyük miktarda fon ihtiyacındaki borçluya kredi sağlama temel kriterlerine sahip sendikasyon kredileri için ayrı hukuk düzenine sahip taraflar için hak ve yükümlülükleri düzenleyen sayısız sözleşme söz konusudur.

Sendikasyon kredisi sözleşmesi ile borçlu-borç veren taraflara ait iradeler bir araya gelmektedir ve iki tarafa sorumluluk yüklenmektedir. Borçlar hukukunda düzenlenmiş diğer sözleşme tiplerinden herhangi birisini sendikasyon kredisi sözleşmesine tam olarak benzediğini

söylemek mümkün olmayıp, sendikasyon kredisi sözleşmesinin kendine has bir karakter taşıdığı söylenebilir.

Sendikasyon kredi sözleşmelerinde kredinin kullanılış amacı, teminatlar, genel hukuksal kurallar, uyuşmazlık durumunda yetkili merci, kredi geri ödeme planı gibi kesin kurallar ile belirlenmesi gereken tüm önemli düzenlemeler dâhil edilir. Kredi, sözleşmeye konulacak koşullar, koruyucu ve bağlayıcı hükümler ile güvence altına alınmaktadır.

Sözleşmelerde yer alan hukuki, bağlayıcı başlıca kuralların şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2013:455-456):

- Yasal düzenlemelerde değişimin getirdiği yüklerin borçluya ait olması

Borçlunun ülkesinde, sözleşmenin imzalanmasından sonra özellikle hükümetlerin müdahalesi, yasal düzenlemelerin değişmesi nedeniyle oluşan ek yüklerin borçluya ait olması, bir temel hukuki kuraldır.

- Verilen bilgilerin doğruluğunu garanti etmek

Borçlu, finansal durumu, ödeme gücü, kredi kullanımı konusunda kısıtlama olmadığına ilişkin verdiği bilgilerin, bilgilendirme belgesinde (information memorandum) yer alan bilgilerin doğruluğunu garanti eder.

- Kredi ödenmesinin alt sıralara gerilememesi kuralı (Subordination Clause)

Borçlunun temerrüde düşmesi ve/veya ödemede gecikme halinde diğer borçların ödenmesinin, sendikasyon kredisinin önüne geçmemesi; kredinin ödenmemesinin ödeme önceliğinde geri sıraya düşmemesi, kredinin ikincil bir borç konumunda olmaması krediyi koruyucu bir kuraldır.

- Olumsuz rehin kuralı (Negative Pledge Clause)

Borçlunun, alacaklının onayını almadan varlıkları üzerinde üçüncü kişiler lehine rehin oluşturmayacağı koşulu, borçlunun borçlanma kapasitesini kısıtlayıcı ve aşırı borçlanmasını önleyici bir şarttır. Borçlu, alacaklının onayını almadan mevcut kredinin geri ödenmesini etkileyecek, teminatı zayıflatacak, mevcut borcun ödenmesini alt sıraya gerilemesine yol açacak işlemlerden sakınmayı kabul etmekte ve taahhüt etmektedir.

- Sendikasyona katılan bankaların eşit haklara sahip olması (Pari Passu Clause)

Sendikasyona katılan bankalar katılım tutarları ne olursa olsun eşit muamele görürler, eşit haklara sahiptirler. Borçlu, bankalar arasında ayırım yaparak, krediye katılımı daha yüksek

tutarda olanlara ödemede öncelik tanıyamaz. Küçük bankaların, büyük bankalarla temelde eşit haklara sahip olması, küçük bankaların da sendikasyona katılmalarına özendirir.

- *Gecikme halinde tüm borçların muaccel, ödenmesi zorunlu hale gelmesi kuralı (Cross Default Clause)*

Borçlu, herhangi bir borcunun ödenmesinde temerrüde (default) düşmesi veya gecikeceğini açıklaması durumunda, vadeli borçları da dâhil olmak üzere tüm borçları zorunlu (muaccel) hale gelir. Yani bir borcun ödemesinde gecikme yaşanması, tüm borçlarda gecikmeye girmesine, temerrüde düşmesine sebep olur. Tüm borçların muaccel hale gelmesi kuralı alacaklıları korumaya yönelik bir önlemdir.

Alacaklı ve borçlu farklı ülkelerde bulundukları zaman hukuki sistemlerde ve yasal düzenlemelerde farklılık bulunması uygulama açısından sorun yaratabilir. Bu sebebe bağlı olarak uyuşmazlıklarda yetkili merciin kim olacağının belirlenmesi önemlidir¹⁴.

Lider yönetici merkezinin bulunduğu ülke mahkemelerinin yetkili olmasında ısrarcı olabilmekte iken borçlu da kendi ülkesindeki mahkemelerin etkili olmasını isteyebilir. Eğer görüş farklılığında uzlaşma sağlanamaz ise genel olarak New York mahkemeleri yetkili merci olarak seçilmektedir. Ayrıca tarafların anlaşma durumuna bağlı olarak uluslararası ticaret odası hakemliğine de başvuru yapılabilir (Akgüç, 2013:457).

¹⁴ Sendikasyon kredisi sözleşmesi için uygulanacak hukukun belirlenmesi için Türk hukukunda 27.11.2007 tarihli 5718 sayılı “Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun” un sözleşmelere ilişkin maddesi olan 24. maddenin esas alınması gerekmektedir. “Sözleşmeden doğan borç ilişkileri tarafların açık olarak seçtikleri hukuka tâbidir.” Sendikasyon kredisi sözleşmelerinde irade özerkliği esastır. Ayrıca, 24. maddede yer alan “açık” ifadesinin zımnî irade beyanını kapsayacak şekilde geniş yorumlanması, tarafların açık hukuk seçme iradelerini dolaylı olarak açıklayan beyanlarının da hukuk seçimi olarak kabul etmesi gerekmektedir. Sendikasyon kredisi sözleşmelerinde genellikle İngiliz ve New York yasaları gibi “common law” düzenine ait hukukların seçildiği görülmektedir. Bunun nedeninin, bu hukuk düzeninin etkili olduğu ülkelerde finans piyasasının gelişmiş olması ve common law sisteminin taraflara daha esnek bir düzenleme alanı sağlaması olmasıdır.

Hukuk seçiminin yapılmadığı hallerde ise milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun, borcun ifa yerini; ifa yerinin birden fazla olması halinde ağırlıklı edimin ifa yerini; ağırlıklı ifa yerinin tespit edilemediği hallerde ise sözleşmenin en yakın irtibat halinde bulunduğu yer hukukun sözleşmeye uygulanacak hukuk olduğunu belirtmektedir. 5718 sayılı “Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Hukuku Hakkında Kanun” un aynı haklara ilişkin maddesi olan 21. maddesine göre;

“Borçlunun taşınır ve taşınmaz mallar üzerindeki mülkiyet hakkı ve diğer aynı haklar, işlem anında malların bulunduğu ülke hukukuna tâbidir”.

Özellikle taşınmaz mallar ile ilgili haklar çoğu kez kamu düzenine ilişkin kabul edildiğinden, bulundukları yer hukukuna tâbi kılınmış olduklarından sendikasyon kredisi sözleşmesine uygulanacak hukuktan farklı bir hukukun uygulanması ile karşı karşıya kalılabilecektir (Berker, 2002:136-137).

3.15.2. Sendikasyon Kredilerine İlişkin Yasal Çerçeve

Sendikasyon kredilerinin yasal çerçevesini ilgili farklı kurumlarca çıkarılmış bazı düzenlemeler belirlemektedir (Kahraman, 2014:25-26):

Özel firmaların yurtdışından kredi teminine yönelik serbestlik getirilirken, kredinin kullanılması sırasındaki genel kural¹⁵; “*Türkiye’deki bankalar aracılığı ile yurda getirilerek kullanılması gerekmektedir*” şeklindedir. Bu kuralın belli istisnaî durumları olmakla birlikte yurtdışı kredi kullanımının yanı sıra Türk bankalarının da bu kural ile özendirilmesinin söz konusu olduğu düşünülebilir. Fakat kamu kuruluşları için özel firmalara sağlanmış olan bu serbestî aynı şekilde söz konusu değildir¹⁶

Kredinin Türk bankası tarafından kullanılarak kullanılmadığı sendikasyon içindeki rolü ne olursa olsun dikkate alınmış ve eğer kredi kullanıyorsa yurt içinde açılmış olan döviz kredisi olarak kabul edileceği, dış finansman numarası alınması hususuna gerek olmadığı belirtilmiştir¹⁷.

¹⁵ Bankaların borçlu ve kreditor olarak katılarak dâhil olmuş bulundukları sendikasyon kredilerine ilişkin düzenlemeleri için TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Kambiyo Mevzuatı Müdürlüğü tarafından çıkarılmış olan, Sermaye Hareketleri Genelgesinin IV. Bölümü Krediler, 1. maddesinde “*Yurt Dışından Kredi Alınmasına İlişkin Kuralları*” içermekte olup, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'ın 17/a maddesine göre;

“*Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışından kredi temin etmeleri, bu kredileri bankalar aracılığıyla kullanmaları serbesttir*”.

¹⁶ Resmî Gazete’de 09.02.2009 tarih 27136 sayılı “*Kamu Kurum ve Kuruluşlarınca Hazine Garantisi Olmaksızın Hibe Hariç Dış İmkân Sağlanmasına İzin Verilmesine ve Sağlanan Dış İmkânın İzlenmesine İlişkin Yönetmelik*” ise kamu kurum ve kuruluşları ile belediyelerin yurt dışından her türlü nakdi kredi sağlaması Hazine Müsteşarlığı iznine bağlanmıştır.

¹⁷ Hazine Müsteşarlığı, 14.9.2001’de 72702 sayılı ve 12.8.2002’de 52215 sayılı yazıları yayınlamıştır. Buna göre;

“*Türkiye’deki bankaların da katılımı ile yurt dışında yerleşik yabancı bankalar tarafından oluşturulacak bir konsorsiyumdan Türkiye’de yerleşik kişiler tarafından sağlanacak sendikasyon kredilerinde, bütün işlemlerin döviz olarak yürütülmesi, Türkiye’de faaliyette bulunan bankaların sendikasyon içindeki katılım payının yurt içine açılan döviz kredisi olarak muhasebeleştirilmesi, Türkiye’deki kullanıcı yönünden de bu payın yurt içinden alınmış döviz kredisi olarak nitelendirilerek muhasebeleştirilmesi, Türkiye’de yerleşik bankaların katılım payları için dış finansman numarası alınmaması, İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğüne dış borç istatistik bildiriminin yapılmaması, bu kredilere ilişkin tüm işlemler yurt dışında yerleşik girişimci banka tarafından yapıldığından, bu kredilerin kullanım ve geri ödemesi yönünden yurt dışından temin edilen kredilere ilişkin esaslara tabi tutulması gerekmektedir*”.

Türkiye’de mukim bankaların Türk firma sendikasyon kredilerine katkı vermeleri maliyetli olmaktadır. Ancak yurtdışı bankalardan alınan tekli veya sendikasyon kredisinin Türk bankası üzerinden geçirilmesi zorunluluğu bir teşvik unsuru olarak kabul edilebilir¹⁸.

Bankalar sağladıkları sendikasyon kredilerini karşılık ayırdıktan sonra hemen hemen istedikleri gibi kullanabilmekte özgürdürler. Ancak hem döviz kredisine kullandırımına dair sınırlamalar hem de sendikasyon antlaşmalarının kullandırım koşullarına dair borçluya koyduğu devrevî bildirim zorunluluğu olması nedeniyle bir kısıtlama olduğu söylenebilir¹⁹.

Bankaların sendikasyonlara katılımına ilişkin herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır²⁰. Ancak Türk bankalarının yurtdışı ülkelerde mukim başka bankaların sendikasyonlarına katılımında, söz konusu ülke ile Türkiye arasında Çifte Vergilendirmeye Önleme Antlaşması’nın olup olmadığı veya olduğu hallerde katlanılması gereken vergi yükünün miktarı önemli bir ölçüdür.

¹⁸ 2 Ocak 2004 tarih ve 25334 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5035 sayılı Kanunun 30.maddesi ile 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu ve bu Kanunun 32.maddesi ile 492 sayılı Harçlar Kanununun değiştirilen 123.maddesi 3.fikrasına göre;

“Yurtdışındaki bankalardan, uluslararası kurumlardan ve yurtdışı kredi kuruluşlarından sağlanan kredilerin temini ve geri ödemesi amacıyla düzenlenecek kâğıtlar ile bu kâğıtlar üzerine konulan şerhler ve teminatlar damga vergisi ve harçtan müstesna tutulur.”

3 Mart 2003 tarihinden itibaren söz konusu katkı payları Maliye Bakanlığı 9 Ocak 2003 tarih ve 1253 sayılı yazısı ile döviz kredisine değerlendirilmekte ve Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu’na tabi olmaktadır.

¹⁹ Türk bankalarının doğrudan borçlu olarak kullandıkları sendikasyon kredileri ise Sermaye Hareketleri Genelgesinin 1.2. maddesinde “Bankaların Yurt Dışından Borçlu Sıfatıyla Sağladıkları Krediler” başlığı altında düzenlenmiştir. Buna göre;

“Bankaların bankacılık teamülleri çerçevesinde borçlu sıfatıyla yurt dışından kredi temin etmeleri serbest bulunmaktadır. Faiz ve diğer masraflar taraflar arasında serbestçe saptanır. Geri ödemeler bankacılık kuralları içerisinde yapılır”.

Bankalar uluslararası piyasalardan sağladıkları döviz kredileri ile nezdlerindeki döviz tevdiat hesaplarının karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmını;

“-Kendi Döviz pozisyonlarının takviyesinde veya TL ihtiyaçlarının karşılanmasında, döviz pozisyonuna dair Merkez Bankası genelge ve talimatları çerçevesinde kullanabilecekleri gibi,

-Türkiye’de veya dışarıda yerleşik kişilere Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Kararın 17’nci maddesinin “b” fıkrasında belirtilen kişilere yurt dışındaki döviz ödemesi gerektiren işlemlerde kullanılmak üzere döviz kredisine açmak suretiyle kullandırabileceklerdir”.

²⁰ Bankaların sendikasyon kredilerine katılımına ilişkin Hazine Müsteşarlığı’nın 14 Eylül 2006 tarihli 48212 sayılı yazısında;

“Bankaların birbirlerine, bankacılık teamülleri çerçevesinde doğrudan veya uluslararası sendikasyona katılım yoluyla vade sınırı bulunmaksızın döviz kredisine açmaları mümkündür”

ibaresi yer almaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

DIŞ TİCARET VE SENDİKASYON KREDİLERİ

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle uluslararası bankacılık ile uluslararası ticaret arasındaki bağlantı literatürden örnekler verilerek açıklanacaktır. Daha sonra dış ticaretin finansmanı ile sendikasyon kredisi ilişkisi üzerinde durulacak ve Türkiye'ye ait veriler değerlendirilecektir.

4.1. Ticaret ve Sermaye Akımları İlişkisi

Küreselleşme sebebiyle ekonomik anlamda ulusal sınırların yok olduğu günümüzde dış ticaret kavramı tüm ekonomiler için büyük önem taşır hale gelmiş, ekonomilerin kalkınma ve büyüme hedefleri için dış ticaret tamamlayıcılık işlevi ile ülkelerin sanayileşmesi ve sürdürülebilir büyümesi için yabancı piyasaların vazgeçilmez bir ögesi olmuştur. Uluslararası ticaret hacminin sürekli artış göstermesi, bankacılığın yurt dışına açılmasında ve gelişmesinde önemli bir husus haline gelmiştir.

Literatürde Rajan ve Zingales (2003), Maskara (2005), Maskara ve Mullineaux (2010), Caballero, Candelaria ve Hale (2016)'in yapmış oldukları çalışmalarında uluslararası ticaret ile uluslararası bankacılık ilişkisine yönelik çıkarımlarda bulunmuşlardır.

Rajan ve Zingales (RZ) (2003), özellikle sınır ötesi sermaye akımları serbest olduğunda ticaret açıklığının finansal gelişme ile ilişkili olduğunu bulmuştur. Uluslararası sermaye akımları ya öz kaynak (doğrudan yabancı yatırımları) ya da borç (tahvil finansmanı ve/veya banka finansmanı) biçiminde gerçekleşir. Genel olarak, ticaret akımlarının borç akımlarını tamamladığı ve iki ülke arasında ikili ticaret arttıkça yabancı bir bankanın krediye katılım olasılığının arttığı kabul edilir. Bu hipotez iki akıl yürütmeye dayanır: Birincisi, iki ülke arasındaki ticaret arttıkça sermaye akımları da artar. Rajan ve Zingales (2003), daha yüksek sermaye hareketliliği dönemlerinde, yüksek ticaret akışına sahip ülkelerin sermaye akışlarından izole olamayacağını savunmuşlardır. Ticaretteki artışla birlikte ABD bankaları, yabancı ülkelerdeki borçlulara kredi vermek için bu ülkelerdeki yerel bankalarla ortaklık kurmaya başlarlar, aynı şekilde yabancı bankaları da ABD borçlularına kredi vermeye davet ederler. İkincisi, iki ülke arasındaki ticaret arttıkça, yabancı firmalar ABD'de şubeler açarlar ve finansal ihtiyaçlarını karşılamak için müşterilerini ABD'ye kadar takip ederler. Ayrıca, iki ülke arasındaki ticaret artışı ile ticaret şirketleri arasındaki kültürel ve dil bariyerleri düşer. Bu şirketler, ticaret ortaklarının ülkelerindeki bankalar ile bankacılık ilişkilerini arttırır. Sonuç olarak, ticaretteki artışla birlikte, ABD bankalarının, yabancı ülkelerdeki borçlulara

sendikasyon kredisi vermek için yabancı ülkelerdeki yerel bankalarla ortaklık kurmaya başladıkları, yabancı bankaların da ABD borçlularına kredi vermeye davet edildikleri kabul edilir.

Maskara (2005), Kredi Fiyatlandırma Şirketi (Loan Pricing Corporation) Dealscan'ın verilerini kullanarak, 1980-1999 yılları arasında ABD'li borçlulara verilen kredileri incelemiş, ticaret akımları ile borç akımlarının birbirini tamamladığını göstermiştir ki, bu durum, Rajan ve Zingales (2003)'in iddiasını destekler niteliktedir. Borçlunun ülkesi ile borç verenin ülkesi arasındaki ikili ticaret arttıkça, yabancı bir bankanın krediye katılım olasılığının arttığı tespit edilmiştir. Borçlunun ülkesinden borç veren ülkenin ithalattaki artışlarının yabancı bankaya katılım olasılığını artırdığı, ancak ihracattaki artışların olasılığı azalttığı görülmüştür. İkili ticaretin (ithalat ve ihracat) yabancı bankaların sendikasyon kredisine katılımını ancak sendikasyon kredisi yoğunlaşmadığında (yani sendikasyona daha az banka katılması durumunda) olumlu etkilediği gösterilmiştir. Bu, yabancı bankaların itibar (karşılıklılık davranışı) geliştirmek ve bilgi asimetrisi sorunlarını en aza indirmek için bir sendikaya dâhil olduğunu göstermektedir.

Maskara ve Mullineaux (2010), ticaret ve üretim verilerini, Dünya Bankası tarafından sağlanan Ticaret ve Üretim Veritabanı'ndan alarak inceleme yapmıştır. Bu veri tabanı, 1976-1999 döneminde sanayi düzeyinde 67 gelişmekte olan ve gelişmiş ülke için ticaret, üretim ve tarife verilerini içermektedir. Sendikasyon kredileri, verilerini Kredi Fiyatlandırma Şirketi'nin Dealscan veritabanından alınmıştır. Ticaret akımlarının ve borç akımlarının birbirini tamamladığı hipotezini deneysel olarak test etmiştir. İkili ticaret arttıkça, yabancı bir bankanın sendikasyon kredisine katılım olasılığının arttığı görülmüştür. Ayrıca, borçlunun ülkesinden yaptığı ithalat artışının, yabancı banka katılım olasılığını artırdığı, ancak ihracat artışlarının olasılığı azalttığı tespit edilmiştir.

Caballero, Candelaria ve Hale (2016), uluslararası finansın uluslararası ticaretle ilgili olduğunu ve uluslararası banka bağlantılarının oluşturulmasının ihracatı artırmakta olduğunu tespit etmişlerdir. Model tahminleri Comtrade'in ikili ticaret verileri kullanılarak ve 1990-2013 dönemi için 66 ülke verileri kullanılarak hem toplam hem de sektör düzeyinde regresyonlar kullanılarak test edilmiştir. i ülkesinden j ülkesine ikili ihracatın ölçüsü olarak, j ülkesinden i ülkesine bildirilen ithalatı, Un-Comtrade veri tabanından alınarak kullanılmıştır. Sendikalı uluslararası ve yerel banka kredileri hakkında Dealogic'in Kredi Analizi veri tabanından anlaşma düzeyinde veriler elde edilmiştir. Uluslararası ticaret borçları hakkında veri toplanmış ve bankaların sendikasyon kredileri piyasasındaki verileri kullanılarak bir banka bağlantısı

ölçüsü oluşturulmuştur. Belirli bir ülke çiftindeki bankalar daha yakından bağlantılı hale geldiğinde, bu iki ülke arasındaki ticaretin ertesi yıl ekonomik ve istatistiksel olarak önemli miktarda artma eğiliminde olduğu kanıtlanmıştır.

Apak (1993) ise yapmış olduğu çalışmada dış ticaret başta olmak üzere uluslararası bankacılığa geçişi etkileyen bazı temel faktörleri ve gelişmeleri şu şekilde sıralamıştır:

i) Uluslararasılaşmayı etkileyen önemli faktörlerden ilki ülkenin dış ticaret hacmi ve ticaret hacminin kompozisyonudur. 1914-1920 yılları arasında ABD bankalarının Güney Amerika’da banka şube sayılarının artışı ile ABD’nin bu bölgeye olan ticaret hacmi arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür. ABD’nin bu bölgeye olan ticaret hacmi belirtilen dönemde 1,74 milyon ABD dolarından 10 milyon ABD dolarına çıkarken şube sayısı 6’dan 122’ye yükselmiştir.

ii) Firmaların faaliyetlerini uluslararası alana yönleltmeleri ilgili ülkenin ticari bankalarının uluslararası faaliyetlerinin gelişmesine neden olmuştur. 1928-1975 yılları arasında ABD doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artış (7,5 milyon ABD dolardan 133,2 milyon ABD dolarına), ABD bankalarının yabancı şube sayısında da artışa (107’den 732’ye) sebep olmuştur.

iii) Ulaşım ve haberleşmedeki teknolojik gelişmeler bankaların işlemlerini kolaylaştırarak yabancı piyasalar ve müşterilerle daha kolay ve hızlı ilişki kurmalarını mümkün hale getirmiştir.

iv) Başta uluslararası bir finans merkezi olan Londra’da olmak üzere Avrupa para piyasalarında yaşanan gelişmeler uluslararası bankacılığın yapısını değiştiren faktörlerden olmuştur.

v) 1960 ve 1969 yıllarında büyük ölçekli ve orta ölçekli birçok ABD bankası, Eurodolar akışı sağlamak amacıyla Avrupa finans merkezlerinde şube açmaya başlamıştır.

vi) Yabancı ülkenin ekonomik potansiyeli ve izlediği politikaların ilgili ülkede bankacılık faaliyetlerini kârlı duruma getirmiş ve bankanın uluslararasılaşmasını sağlamıştır.

vii) Yabancı ülkelerdeki mevzuat ve uygulanan yasal düzenlemeler uluslararası bankacılığa geçişi belirleyen diğer bir faktör olmuştur.

Yine literatürde uluslararası ticaret ve uluslararası bankacılık bağlantısı, dünya tarihine damgasını vuran 2008 küresel finansal kriz sürecinde yaşanmış olan gelişmeler paralelinde açıklanmaktadır.

Contessi ve Nicola (2012)'ın yapmış oldukları çalışmada, 2007'de başlayan finansal krizi, dünyanın Büyük Buhran'dan bu yana en büyük durgunluğa neden olduğunu; Uluslararası Para Fonu'na (IMF) göre, 2009 yılında gayrisafi yurt içi hasıla (GSYİH) dünya genelinde %0,57, gelişmiş ekonomiler için ise %3,48 azalarak son 50 yılın en büyük düşüşünü kaydetmiş olduğunu ve ihraç edilen mal ve hizmet hacminin gelişmiş ekonomilerde %11,2, gelişmekte olan ekonomilerde ise %7,6 oranında bir düşüş göstermiş olduğunu ve bu düşüşte dünya genelinde kredi kısıtlamaları sebepli krediye erişim olanaklarının azalmasının önemli katkısı olduğu belirtmişlerdir.

Ahn, Amiti ve Weinstein (2011)'ın yapmış olduğu çalışmada finansal faktörlerin ihracatta tahmin edilenden daha fazla düşüşe neden olabileceğine dair bazı kanıtları 2008 küresel finansal krizi örneği ile sunmuştur.

Chui, Domanski, Kugler ve Shek (2010)'un yapmış olduğu çalışmada, küresel ekonomik kriz sonrası yaşanan durgunluğun ticaret finansmanı ihtiyaçlarını azalttığı, küresel tedarik zincirlerinde özellikle küresel durgunluğun en çok etkilediği sektörlerde faaliyet gösteren ihracatçıların, siparişlerinde iptallerin meydana geldiği ve buna bağlı alacaklılara yapılan ödemelerde gecikmeler yaşandığı vurgulanmıştır.

Dışarıdan borçlanmaya aracılık eden uluslararası bankacılığın gelişimi ile uluslararası ticaret arasında çok güçlü bir bağlantı mevcut olup, bankalar dış ticaretin ayrılmaz bir parçasını oluşturur.

4.2. Dış Ticaretin Finansmanı ve Sendikasyon Kredileri

Dış ticaret, özellikle 1970'li yılların başlarından itibaren artış eğilimi göstermeye başlamış, özellikle ekonomik alanda küreselleşme ile ivme kazanmıştır. Yurtdışından alınan mal ve hizmetler, yurtiçi tüketim ve yatırımların doğrudan ve dolaylı önemli bir parçası olarak dış ticaret ülkelerin refah düzeyini, yaşam kalitesini, alışkanlıklarını ve davranışlarını etkileyen bir faktör olmuştur.

Sınır ötesi ticaret, dış ticarete farklı para birimlerinin kullanılması, ülkelerin farklı ekonomik politikalara sahip olması, ülkelerde farklı piyasa koşullarının geçerli olması, hükümetlerin farklı teşvik veya kısıtlama müdahale ve düzenlemeleri dış ticaretin finansmanına yönelik bazı risk ve zorlukları beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda uyumsuzlukları azaltmak, uluslararası düzenlemeler ile teamül ve kurallarda yeknesaklık sağlayarak dış ticaretin finansmanında tekdüzelik sağlanmaya çalışılmıştır (Akgüç, 2013, 3).

Dünya ticaret hacminin büyümesi, ülkeler açısından ihracata tâbiyet, gelişmiş ülkedeki üretim çokluğu, gelişmekte olan ülkenin yatırım mallarına olan ihtiyacı ve buna paralel ithalat taleplerinin artması, yeni piyasalara giriş gayretlerinde artış, mevcut piyasalarda ülkelerin yerlerini muhafaza etmeye yönelik çabaları, vadeli satılan mal bedellerini satıcıların vadeleri öncesinde toplamaya yönelmeleri, mal bedeli ödemesi aşamasında karşılaşılan riskler, uluslararası piyasalarındaki büyüme, finansal kuruluşların bu piyasalardan kaynak sağlamak için gayretleri, dış ticaretin gelişmesine ve bankacılıkta çeşitli finansman tekniklerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Günçavdı ve diğerleri, 2008:68).

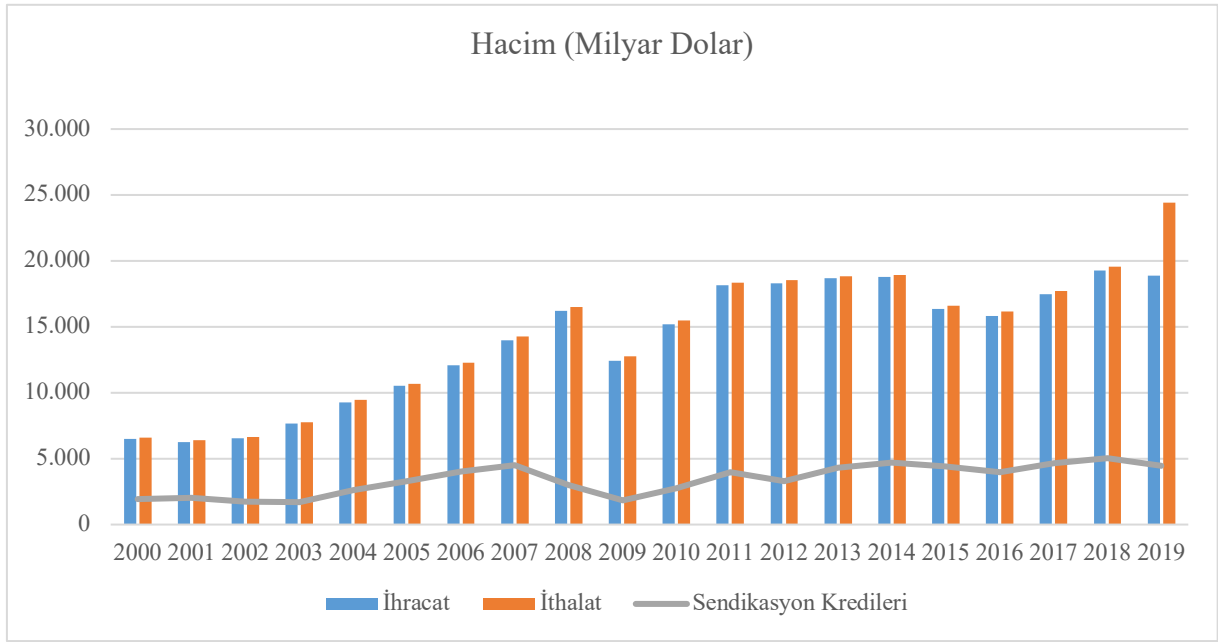
Her ticari işlem, buna uygun bir finansal işlemi de gerekli kıldığından, dünya ticaretinde meydana gelen gelişmeler, hem banka kredileri içinde dış ticaretin payını arttırmış hem de bankaları yeni kaynaklar bulmaya, yeni finansman teknikleri geliştirmeye ve uygulamaya yönlendirmiştir. Dış ticaretin finansmanına ilişkin, geleneksel banka kredilerinin yanısıra alternatif finansman teknikleri de uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, dış ticaretin finansmanı yeni kaynaklar geliştirmek ve yöntemler uygulamak, bankaların önemli fonksiyonlarından biri haline gelmiştir.

Dış finansman kaynaklarından olan kredilerin yüksek tutarlara ulaşması ve uzun vadeler içermesi bir finans kuruluşu için risk oluşturmaktadır. Bu sebeple ekonomilerin talep ettikleri kaynağın sağlanmasında ve karşılaşılan riskin üstlenilmesinde, tek bir kuruluş yerine iki ya da fazla kuruluş aracılığıyla oluşturulan konsorsiyumlar aracılığı ile kredi taleplerinin karşılanmasında, sendikasyonlar esnek nitelikleri ile yüksek hacimlerde fon kaynağı sağlayabilmesine imkân sağlayarak piyasanın ihtiyacını karşılayabilmektedir.

Ülkelerin ve uluslararası firmaların ihtiyaç duydukları kaynağın sağlanmasında sendikasyon kredileri önemli bir yere sahiptir. Sendikasyon kredileri ile ekonomik faaliyetler için gerekli olan yüksek hacimli finansman temin edilebilmektedir. Bu durum ekonomik canlanma ve ticaretin gelişmesinde önemli katkılar sağlamaktadır.

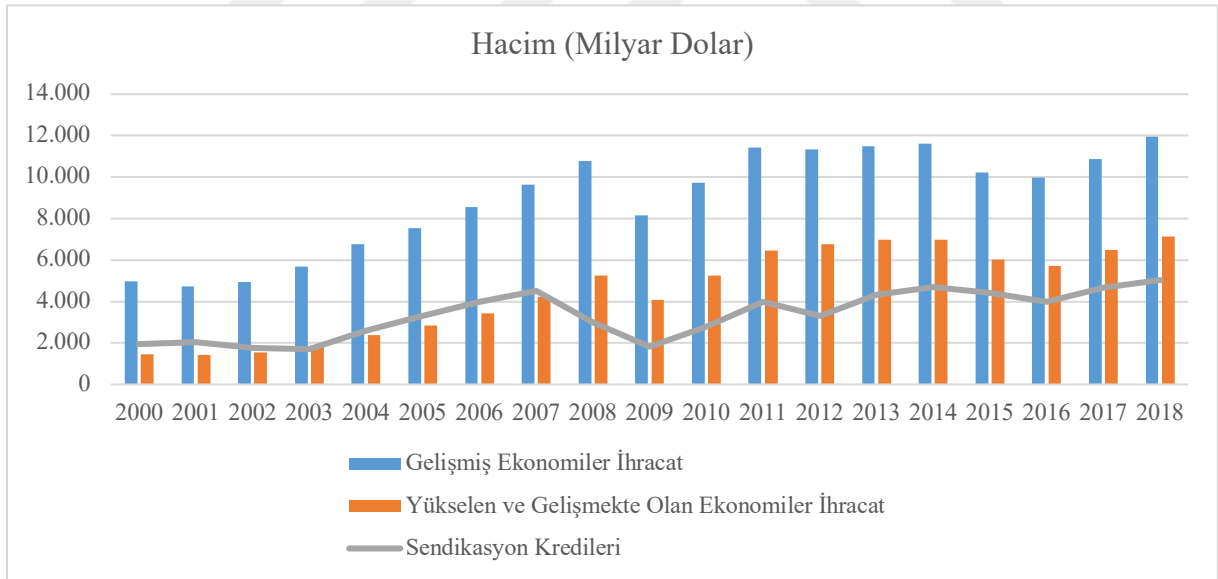
Grafik 23'te 2000-2019 tarihleri arasında küresel sendikasyon kredileri ile ihracat-ithalat seyri, Grafik 24'te 2000-2018 tarihleri arasında gelişmiş ve yükselen/gelişmekte olan ülke gruplarına ait sendikasyon kredileri ile ihracat seyri gösterilmektedir¹.

¹Grafik 23'te kullanılan veriler IMF (<https://data.imf.org/regular.aspx?key=61013712>)'den temin edilmiş olup, 2018 sonrası ait veri mevcut olmadığı için 2000-2018 yılları dâhil edilerek grafik oluşturulmuştur



Grafik 23. Küresel Sendikasyon Kredileri ile İhracat-İthalat (2000-2019)

Kaynak: IMF Data, <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61013712>



Grafik 24. Gelişmiş ve Yükselen/Gelişmekte Olan Sendikasyon Kredileri ile İhracat (2000-2018)

Kaynak: IMF Data, <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61013712>

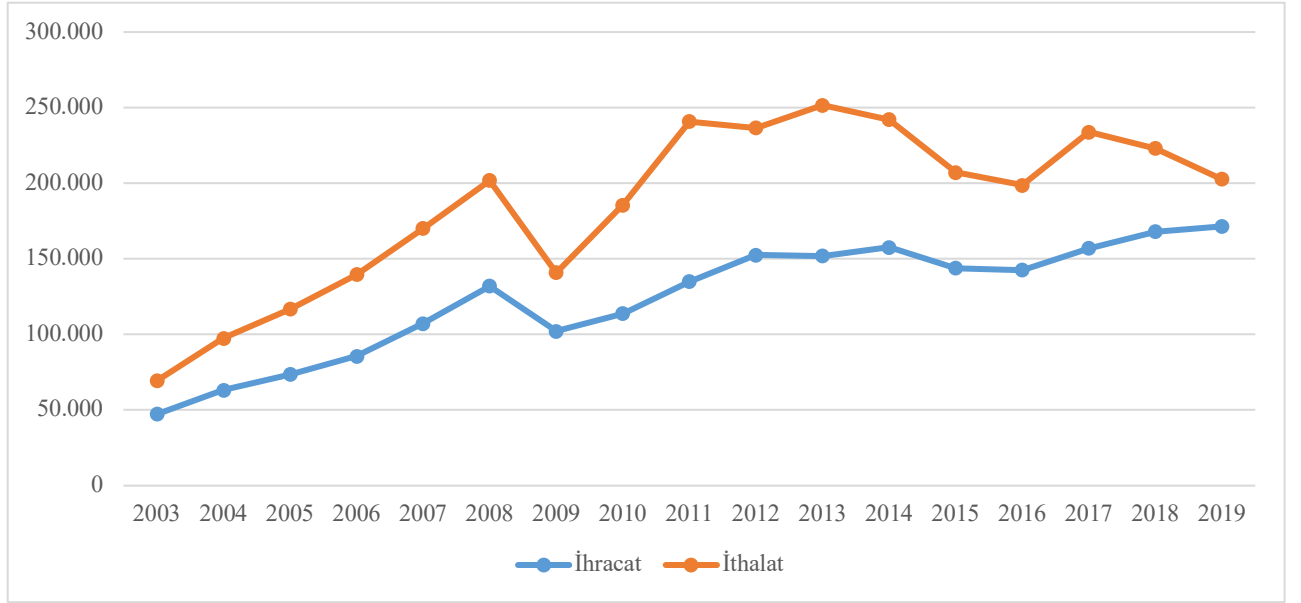
Grafik 23 ve Grafik 24’te küresel sendikasyon kredileri ile ihracat-ithalat seyri ile yükselen/gelişmekte olan ülke gruplarına ait sendikasyon kredileri ile ihracat seyri incelendiğinde, her ne kadar küresel çapta sendikasyon kredileri farklı amaçlarla kullanılmakta olsa da dış ticaret verileri (ihracat ve ithalat) ile sendikasyon kredilerinin seyrinin paralellik göstermekte olduğu görülmektedir.

4.3. Türkiye’de Dış Ticaret ve Sendikasyon Kredisi Kullanımı

Türkiye ekonomisi, genel itibariyle ithalatı ihracatından daha fazla olan bir yapıdadır. Bu dengesizliğin ana sebebini oluşturan unsur, ara mal üretimi için ithalata olan bağımlılık düzeyidir. İthal girdilerin, yerli girdilere kıyasla fiyat avantajına sahip olması, üretim safhasında ithal girdi kullanımını yükseltmektedir. İhracata ait üretim vasıtasıyla döviz gelirin sağlanabilmesi için gerekmede olan ithalat miktarı ve buna bağılı olarak döviz ihtiyacında meydana gelecek artışlar, dış ticaret hadlerinin aleyhte seyretmesi ve beraberinde milli gelir düzeyinde önemli gelir kayıplarının yaşanması süreçlerine sebep olmaktadır (Günçavdı ve diğlerleri, 2008:68).

Ham petrol fiyatlarında yaşanan sürekli artışlar (Türkiye ithalatında önemli bir paya sahip olup) dış ticaret açığı ve buna bağılı olarak cari açıkta olumsuz bir şekilde etkili olan diğler bir faktördür. Enerji fiyatlarındaki yükseliş ve üretim maliyetlerindeki artış üretim sektörü tarafından yapılan ithalat maliyetini de arttırmaktadır. Petrol kaynaklı cari açık kısmı, cari açık için katılık yaratan bir konumdadır (Karabulut ve Danışoğlu, 2006: 49). Cari açığın finanse edilmesi için sıcak para ve/veya doğrudan yabancı sermaye girişi süreklilik arz etmelidir ki bu durum da ekonominin dışa bağımlı, riskli ve kırılgan bir yapı özelliği taşımasına sebep olmaktadır.

Grafik 25’te 2003-2019 yılları arasında Türkiye’nin 2003-2019 yılları arasındaki ithalat ve ihracat verileri gösterilmektedir.

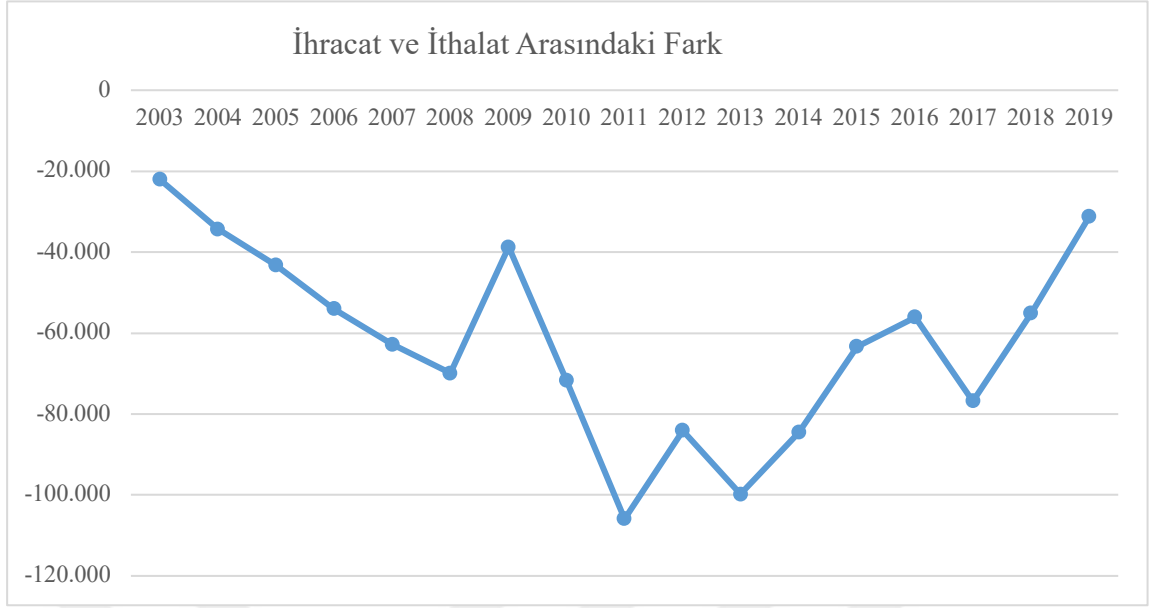


Grafik 25. 2003-2019 Dönemi İhracat ve İthalat (Milyon Dolar)

Kaynak: TÜİK

2003-2019 dönemi için dış ticaret istatistikleri incelendiğinde, 2009 yılına kadar ihracat ve ithalatın yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. Bununla beraber 2009 yılı itibariyle ihracat rakamlarında düşüş yaşanmıştır. Bunun en önemli sebebi olarak 2008 küresel krizi gösterilebilir. 2008 krizi ABD’de başlayıp neredeyse bütün dünyaya yayılmıştır. Bu kriz, Amerika’daki finansal kuruluşların kredibilitesi zayıf olan kişilere kredi vermesi ile başlamış ve çok ciddi boyutlara ulaşmıştır. ABD’de birçok yatırım bankası batmış ve tüm dünyayı etkileyen bir kriz haline gelmiştir. Türkiye’nin ihracat yaptığı ülkelerin birçoğunun Avrupa ülkesi olması, bu krizden Türkiye’nin ekonomik anlamda önemli ölçüde etkili olmasına sebep olmuş ve uluslararası ticareti kısmen engellemiştir. İhracat rakamları, 2009 yılı sonrasında yine yükselişe devam etmiş ancak 2012 yılı itibariyle aynı seviyelerde kalmıştır. 2014-2016 yılları arasında ihracatta düşüş yaşanmış, 2017 sonrasında artış eğilimine girmiştir. Bütün kriz ve stratejileri ele aldığımızda, Türkiye’nin uygulamış olduğu politikaların, yapılan ikili anlaşmaların, ihracatçılar için sağlanan kredi ve teşviklerin 2018 ve 2019 yıllarında gerçekleşmiş olan ihracat oranlarını olumlu şekilde etkilediği görülmektedir.

Grafik 26’da 2003-2019 yılları arasında Türkiye’nin 2003-2019 yılları arasında ihracat ile ithalat arasındaki fark gösterilmektedir.

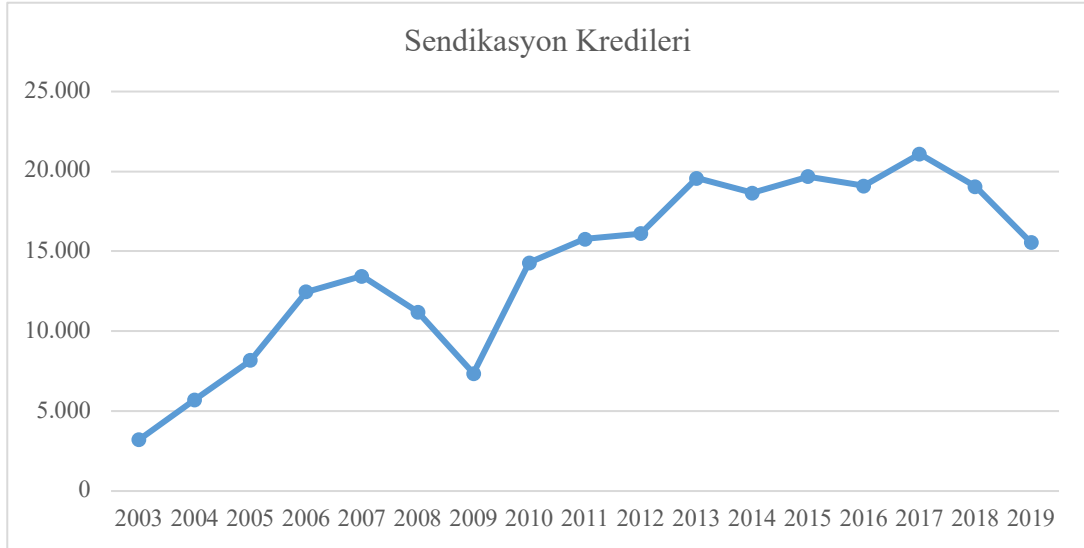


Grafik 26. 2003-2019 Dönemi Dış Ticaret Açığı (Milyon Dolar)

Kaynak: TÜİK

Grafik 26’da görüldüğü gibi Türkiye’nin ithalat rakamlarının, sürekli olarak ihracat rakamlarının üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum dış ticarete Türkiye’nin sürekli olarak açık verdiğini ortaya koymaktadır. Türkiye’nin ihracatı ile ithalatı arasındaki fark 2009 yılına kadar hızlıca artmıştır. 2009 yılında ise açık hızla daralmasına rağmen kapanmamıştır. 2009 yılı sonrasında yine dış ticaret açığı artış göstermekte, 2014 yılı sonrasında ise giderek azalmaktadır. 2014 yılı sonrasında ise, dış açığın kapanmasında muhtemelen dünya ticaretinin daralması etkili olmuştur.

Grafik 27’de 2003-2019 yılları arasında Türkiye’nin 2003-2019 yılları arasında bankacılık sektörü tarafından kullanılmış olan sendikasyon kredilerinin seyri gösterilmektedir.

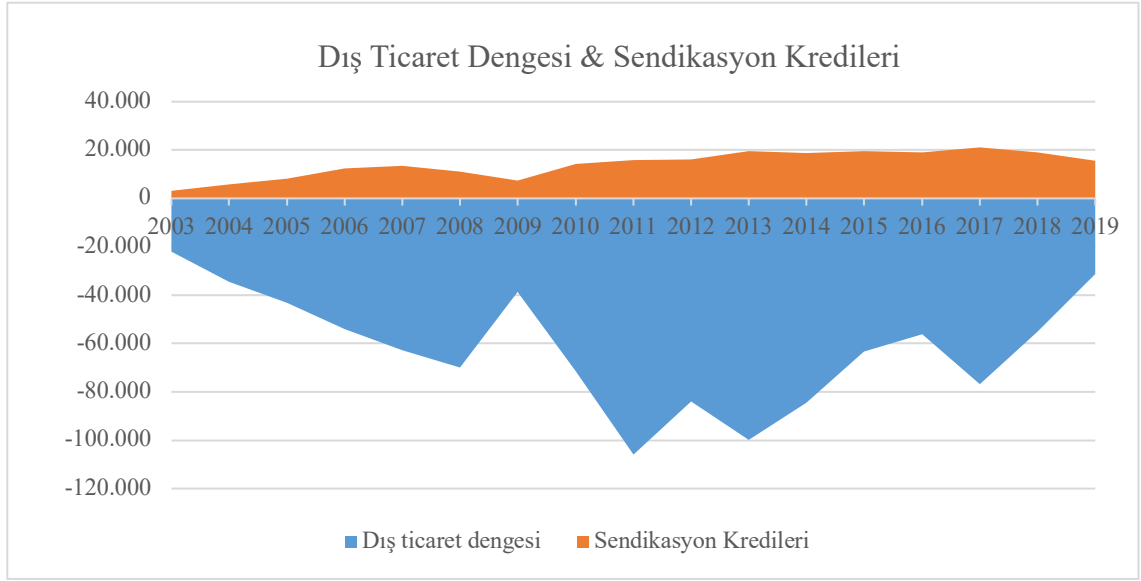


Grafik 27. 2003-2019 Sendikasyon Kredileri (Milyon Dolar)

Kaynak: BDDK

2003-2019 dönemi sendikasyon kredileri istatistikleri incelendiğinde en fazla 2014 ve 2017 yıllarında sendikasyon kredisi verildiği görülmektedir. 2008 yılının Eylül ayında başladığı kabul edilen kriz finansal küreselleşmenin etkisi ile hızla diğer ülkelere de yayılmış, bir finansal kriz olmaktan çıkarak ülkelerin büyüme, istihdam, ihracat, borçluluk gibi temel makroekonomik göstergelerini de olumsuz etkileyen bir ekonomik krize dönüşmüştür. Dış finansman kaynaklarına ulaşmak zorlaşırken, Türkiye'nin en büyük ihracat piyasalarından biri olan Avrupa ülkelerinde yaşanan kriz Türk mallarına olan talebi de olumsuz etkilemiştir. TÜİK verilerine göre 2009 yılında gerçekleşen toplam ihracat bir önceki yıla göre %22,6 oranında azalmıştır. Bu gelişmeler ağırlıklı olarak ihracatın finansmanı amacı ile alınan sendikasyon kredilerine olan talebin de düşmesine sebep olmuştur.

Grafik 28'de 2003-2019 yılları arasında dış ticaret dengesi ve sendikasyon kredileri seyri gösterilmektedir.



Grafik 28. 2003-2019 Dönemi Dış Ticaret Dengesi ve Sendikasyon Kredileri (Milyon Dolar)

Kaynak: TÜİK-BDDK

Sendikasyon kredileri Türkiye’de ağırlıklı olarak bankacılık sektörü tarafından talep edilmekte ve bankacılık sektörü aldığı bu kredileri, yine kredilendirerek diğer firmaların faydalanmasına sunmaktadır. Bu durum ekonominin ihtiyaç duyduğu finansal kaynağın sendikasyon kredileri ile yaratılabilmesine olanak vermektedir.

Sendikasyon kredileri reel sektör² tarafından da kullanılmakta olup, sendikasyon kredisi kullanan firmaların büyük ölçekte üretim gerçekleştirdiklerini ve bu üretimlerini ihracata yönlendirdiklerini söylemek mümkündür. Sendikasyon kredileri ile artan üretim ihracata yönlendirilmekte ve bu durum cari açığın finansmanına yardımcı olmaktadır. Sendikasyon kredilerinin, cari açığa düşüşe neden olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, ülkemizde üretim ithal mallara bağımlı olduğundan ithalat da artış göstermektedir. Sendikasyon kredilerini kullanan ve üretimini arttırmak isteyen firmalar üretim için gerekli olan hammadde ve ara malını yine ithalat yoluyla karşılamaktadırlar.

² Bankaların borcu veya alacağı niteliğinde olmayan sendikasyon kredilerine (yani reel sektör tarafından kullanılanlar) ilişkin sendikasyon kredileri verileri BDDK tarafından yayınlanmamakta olması sebebiyle reel sektör sendikasyon kredileri kullanımlarına yönelik raporlama mevcut değildir. Reel sektör tarafında kullanılan sendikasyon kredilerine örnekler ekler bölümünde yer verilmiş olup, reel sektör sendikasyon kredilerine kamuoyuna yapılan bilgilendirmelerden, reel sektör firmalarının farklı finansman ihtiyaçları ile sendikasyon kredileri kullanmış oldukları görülmektedir.

Sendikasyon kredileri ithalat ve ihracatın gelişim göstermesinde önemli role sahiptir. Büyük ölçekli firmaların ihtiyaç duydukları finansal kaynak sendikasyon kredileri ile sağlanabilmektedir. Firmaların ithalat için gerek duydukları sermaye sendikasyon kredileri aracılığıyla temin edilebilmektedir. Büyük ölçekli firmalar sendikasyon kredilerinden faydalanarak daha fazla yatırım ve bununla beraber daha fazla üretim gerçekleştirebilmektedirler. Firmaların daha fazla üretim gerçekleştirmeleri ihracat olumlu yönde etkilemektedir.

Sonuç olarak, sendikasyon kredileri ülkelerin dış ticaretini olumlu yönde etkileyen önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış ticaret için gerekli olan finansman, sendikasyon kredileri ile sağlanmaktadır. Bunun yanında dış ticarete meydana gelen artışla beraber daha fazla büyüme gereksinimi için de daha fazla sendikasyon kredisi talep edilmektedir.

Şahin (2018), 2000-2016 dönemi için Türkiye sendikasyon kredileri, ithalat ve ihracat yıllık verilerini kullanılarak sendikasyon kredileri ile dış ticaret ilişkisini incelemiştir. Yapmış olduğu çalışmada; sendikasyon kredilerinin ithalat ve ihracatı olumlu yönde etkilerken, ithalat ve ihracatın da sendikasyon kredilerini olumlu yönde etkilemekte olduğunu tespit etmiştir. Sendikasyon kredisi verilmesinin ekonomik faaliyetleri canlandırarak, öncelikle ithalatla gerekli olan sanayi mallarının satın alındığını ve bu ithal mallarının ekonomik değer kazandırılarak ihracat aracılığıyla başka ülkelere satılmakta olduğunu vurgulamıştır. Sendikasyon kredisi aracılığıyla canlanan dış ticaret ile daha fazla büyüme ihtiyacının doğduğunu ve bu durumun da sendikasyon kredisine olan talebi arttırmakta olduğunu belirtmiştir.

Makroekonomik dengeler bakımından bir risk faktörü olarak görülen dış ticaret açığı ve buna bağlı olarak cari açık, IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar ve bağımsız değerlendirme kuruluşlarınca yapılan araştırma ve yayınlanan raporlarda ve akademik çalışmalarda da işaret edildiği gibi Türkiye ekonomisinin en önemli yapısal sorunlarından biridir. Cari açığı meydana getiren alt hesaplar içerisindeki dış ticaret açığı, cari açığı ortaya çıkaran önemli etkenlerden biri olarak kabul edilir. Cari açıkla mücadele için izlenen ekonomik politikaların ithalata dayalı bir üretim yapısına sahip olan Türkiye ekonomisinin büyüme performansını da olumsuz etkilediği görülmektedir. Bu sebeple, makroekonomik dengeler için önemli bir risk faktörü olarak görülen cari açığındaki artış, Türk bankalarının aldığı sendikasyon kredilerindeki artışı sağlayıcı bir etken olarak kabul edilmelidir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SENDİKASYON KREDİLERİ İLE DIŞ TİCARET ARASINDAKİ İLİŞKİNİN

AMPİRİK ANALİZİ

Türk bankalarınca temin edilen sendikasyon kredileri genel olarak dış ticaretin finanse edilmesi amaçlı kullanılmaktadır. Bu bakımdan, Türkiye'nin dış ticaret performansı ile Türk bankalarının sendikasyon kredisi talebi arasında doğrudan bir ilişki beklenmelidir.

Çalışmanın bu bölümünde, önce dış ticaretin belirleyicilerine yönelik daha önce yapılmış çalışmalar ile sendikasyon kredileri ve dış ticaret arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara göz atılacaktır. Bu çalışmalar özetlendikten sonra, analizlerde kullanılacak olan veri seti ve ekonometrik yöntem hakkında bilgi verilecektir. Nihayet, çalışmada, dış ticaret dengesi, sendikasyon kredileri, döviz kuru ve dış ticaret haddi değişkenleri arasındaki ilişkiler 2003-2019 dönemleri için aylık veriler ile test ve analiz edilecektir.

5.1 Daha Önce Yapılan Çalışmalar

Günümüzde dış ticareti etkileyen faktörler, uluslararası ekonomik ilişkilerin karmaşıklaşması, dış ticaret üzerinde belirleyici olan faktörlerin çeşitlenmesi, ülkeler-sektörler-zaman bazında değişmesi sebepleriyle farklılıklar gösterebilmektedir.

Ülkelerin ihracat ve ithalat arz ve talebini etkileyen belirli faktörler benzer olmakla birlikte bazı özel faktörler sebebiyle ülkelerin dış ticaretinin belirleyicileri farklılaşmaktadır. Genellikle bu faktörler yurt içi ve yurt dışı gelir, göreceli fiyatlar ve döviz kurlarındaki oynaklıklar şeklinde özetlenebilir. Bunlardan yurt içi ve yurt dışı gelir düzeyleri ile göreceli fiyatlar ihracat ve ithalat arz ve talebini etkileyen önemli faktörlerdir. Bu faktörlere ilave olarak krizler, faiz oranları, transfer maliyetleri, teknolojik değişim, demografik ve coğrafi etmenler de dış ticaret performansı üzerinde etkili olmaktadır.

Yapılan literatür taramasında, sadece bir adet çalışmanın sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişkiyi incelediği görülmüştür. İncelenen diğer çalışmalar ise, dış ticaretin belirleyicilerine ve dış ticarete olan etkisinin ölçülmesine yönelik çalışmalar olup, bunlarda kullanılan veri tabanı, yöntem ve dikkate alınan dönem hakkında bilgi içermesi bakımından literatür kapsamında ele alınmıştır. Son olarak, sendikasyon kredileri hakkında yapılmış olan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir.

Tablo 22, Tez çalışmamızla ilgili literatür taramasını sistematik bir şekilde vermektedir. Ayrıca bu tablodan sonra, konumuzla daha yakından ilgili olduğunu düşündüğümüz çalışmalardan bazıları ayrıca özetlenmiştir.

Tablo 22. Dış Ticaretin Belirleyicilerine ve Ölçülmesine Yönelik Literatür

	Yazarlar	Değişkenler	Dönem	Yöntem ve Ülkeler	Bulgular
1	Özçelik (2020)	Dış ticaret ve reel döviz kuru	2003-2016	Türkiye Johansen Eşbütünleşme Testi, Etki Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması, Granger Nedensellik Testi	İthalatın reel döviz kuru ve zayıf ihracat ile güçlü bir ilişkiye sahip olduğu; sadece ithalattan ihracata tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu görülmüştür.
2	Ayık, Erkal ve Özer (2020)	Dış ticaret hacmi ve döviz kuru	2003-2018	Türkiye ARDL, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Reel efektif döviz kuru ile dış ticaret değişkenleri arasında eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisinin bulunduğu görülmüştür.
3	Güneş ve Yıldırım (2019)	Dış ticaret hadleri ve petrol fiyatları, reel efektif döviz kuru	2000-2017	Türkiye Granger Nedensellik Analizi	Ham petrol fiyatlarının net dış ticaret hadlerinin nedeni olduğu, reel efektif döviz kuru ile net dış ticaret hadleri arasında nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.
4	Eren (2019)	Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi (X-M)	2004-2018	Rusya, Almanya ve Çin ile Türkiye ARDL Yöntemi J Eğrisi Hipotezi	Uzun dönem analizi; reel kur artışları Rusya ile olan DTD'ni olumsuz, Çin ve Almanya ile olan DTD'ni ise olumlu etkilemektedir. Kısa dönem analizi; reel kur artışları Rusya ile olan dış ticaret dengesini iyileştirmekte, Türkiye'nin Çin ve Almanya ile olan DTD'ni olumlu etkilemektedir.
5	Özer ve Kutlu (2019)	Dış ticaret dengesi ve enflasyon, döviz kuru	2003M1-2019M1	Türkiye Var Modeli, Granger Nedensellik Testi	Dış ticaret dengesinin ve enflasyonun reel döviz kurundaki değişimlerden etkilendiği, reel döviz kurunun enflasyon ve döviz kuru değişiklikleri ile ilişkili olmadığı tespit edilmiştir.
6	Çakır ve Utkulu (2019)	Ekonomik büyüme ve dış ticaret hadleri	1990-2015	Türkiye ARDL Yöntemi	Dış ticaret hadlerinin ekonomik büyüme üzerine pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür.
7	Naimoğlu ve Barak (2018)	Dış ticaret ve reel döviz kuru	2000-2014	Kırgızistan Granger Nedensellik Testi, Varyans Ayırıştırma Analizi ve Panel ARDL Yöntemi	Hem kısa hem uzun dönemde dış ticaret ve reel döviz kuru arasında negatif; dış ticaret ile ticari açıklık göstergesi arasında pozitif bir ilişki bulunduğu görülmüştür. Granger nedensellik testinde; ticari açıklıktan dış ticarete doğru nedensellik mevcutken reel döviz kurundan dış ticarete doğru bir nedensellik ilişkisinin mevcut olmadığı görülmüştür.
8	Akcan ve Metin (2018)	Dış ticaret ve ekonomik büyüme	2000-2008/2009-2017	Türkiye ADF Birim Kök Testi, VAR Analizi, Granger Nedensellik Testi	Mortgage krizi öncesi; ithalattan ihracata nedensellik olduğu ve ihracat ile ithalatın ekonomik büyümenin nedeni olduğu görülmüştür. Kriz sonrası; ithalat ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin kaybolduğu, kriz öncesinde ithalattan ihracata doğru tespit edilen nedensellik ilişkisinin kriz sonrasında da devam ettiği görülmüştür.

9	Eygü (2018)	Dış ticaret ile TÜFE ve işsizlik	1990-2017	Türkiye Çoklu Regresyon Analizi	Dış ticaret ve enflasyon ile işsizlik oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin bulunduğu görülmüştür.
10	Alkan (2018)	Dış ticaret açığı ile büyüme ve döviz kuru	2008-2017	Türkiye Johansen Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi	Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi saptanmamış olup, reel döviz kuru ile dış ticaret açığı serilerinin birbirlerinin nedeni olduğu tespit edilmiştir.
11	Uslu (2018)	Döviz kuru ve faiz oranı ile dış ticaret	1989M1:2018M6	Türkiye Maki Eşbütünleşme Testi, FMOLS Yöntemi ve Granger Nedensellik Testi	Uzun dönem analizinde; döviz kuru artışlarının ihracatı artırdığı, ithalatı azalttığı, ihracata etkisinin ithalattaki etkisinden daha büyük olduğu; faiz oranı artışlarının ihracat ve ithalat üzerinde etkilerinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Kısa dönem analizinde; döviz kuru artışlarının ihracatı hemen etkilemediği, ithalatı azalttığı; faiz oranı artışlarının kısa dönemde döviz kurlarını azaltıcı etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Faiz oranından döviz kuruna, döviz kurundan ithalata doğru tek yönlü, faiz ile ithalat arasında ve ihracat ile ithalat arasındaysa iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu görülmüştür.
12	Baghirova, Oğuzhan ve Yıldız (2017)	İthalat-ihracat-GSYİH-döviz kuru	1998-2014	Azerbaycan ile Türkiye Regresyon ve Korelasyon Analizi	Türkiye ve Azerbaycan'da ekonominin büyümesinin ikili ticari ilişkilerde de artış sağlamakta olduğu ve bu iki ülkenin GSYH'deki artışların birbirlerini desteklediği ortaya konulmuştur.
13	Çütçü ve Genger (2017)	İthalat ve ihracat ile işsizlik	2005:01-2017:3	Türkiye Gregory-Hansen Eşbütünleşme Testi, Tado-Yamato Nedensellik Analizi	Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmadığı; ihracattan ithalata doğru bir nedensellik ilişkisi görülmediği, diğer değişkenler arasında ise nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.
14	Karamelikli ve Erkuş (2017)	İkili ticaret ve reel döviz kuru	2003: 1-2017: 4	Yunanistan ile Türkiye ARDL ve NARDL Yöntemleri	Uzun dönemde; reel döviz kuru ile ikili ticaret arasında asimetrik ilişki mevcut olduğu, euronun hem değer kaybının hem de değer kazanmasının Türkiye-Yunanistan ikili ticaretini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.
15	Öncel ve İnal (2016)	Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi	2000:01-2015:12	Türkiye ARDL Testi, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu; nedensellik testinde ise reel döviz kurundan dış ticaret dengesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu görülmüştür.
16	Kang (2016)	Dış ticaret dengesi ile nominal ve reel döviz kuru	2001-2015	158 ithalatçı ve 72 ihracatçı ülke Panel Veri Analizi	Ülkelerin paralarının devalüe edilmesinin ihracat artışına olumlu bir katkı sağlamadığı, ülke paralarının daha değerli hale getirilmesinin ise ithalatı da ihracatı da artırdığı sonucuna varılmıştır.
17	Aşçı (2016)	Reel döviz kuru ile dış ticaret	1997:1- 2014:11	Türkiye Granger Nedensellik Testi, Hacker-Hatemi-J Nedensellik Testleri	Reel döviz kurları ile ihracat ve ithalat değişkenleri arasında nedensellik ilişkisi tespit etmiştir.

18	Köksal (2016)	Dış ticaret (ihracat-ithalat) ile ekonomik büyüme (Reel GSYH)	2000-2015	Türkiye VAR Analizi ve Granger Nedensellik Testi	Nedenselliğin ithalata bağlı şekilde gerçekleşen ihracattan büyümeye doğru olduğu tespit edilmiştir.
19	Acet, Erdoğan ve Köksal (2016)	İhracat-ithalat ile reel GSYİH	2000-2015	Türkiye VAR Analizi ve Granger Nedensellik Testi	Nedenselliğin ithalata bağlı şekilde gerçekleşen ihracattan büyümeye doğru olduğu ortaya konulmuştur.
20	Gerede (2016)	Çin-Türkiye ve Çin- ABD ikili ticareti ile döviz kuru	1999:M1-2015:M12	Çin ve ABD ile Türkiye Maki Eşbütünleşme Testi, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi ve DOLS Yöntemi	Devalüasyon, Çin ile ABD arasındaki ticarete, Çin açısından olumlu, ABD açısından olumsuz etkilere sahip iken döviz kurundaki artışların Çin için olumlu, Türkiye için olumsuz etkileri görülmüştür.
21	Ayhan (2016)	Dış ticaret, döviz kuru ve istihdam	2005-2014	Türkiye Sınır Testi, ARDL Modeli	1. Model: Yabancı ülke gelirlerinin Türkiye ihracatına kısa ve uzun dönemde pozitif etkisi; döviz kuru oynaklığı ve reel döviz kurunun Türkiye ihracatına negatif etkisi. 2. Model: Sanayi üretimi ve reel döviz kurunun Türkiye ithalatına hem kısa hem uzun dönemde pozitif etkisi, döviz kuru oynaklığının ithalata negatif etkisi. 3. Model: İstihdam ile sanayi üretimi ve ihracat arasında pozitif, reel kur ve ithalat için ise negatif ilişki. 4. Model: Döviz kuru oynaklığının istihdam üzerine negatif etkisi tespit edilmiştir.
22	Miranda ve Mordecki (2015)	İhracat ile reel döviz kuru	1990-2013	Yeni Zelanda, Uruguay, Şili ve Brezilya Johansen Eşbütünleşme Testi	Reel döviz kuru oynaklığından ihracata doğru istatistiksel olarak herhangi anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür.
23	Değer ve Demir (2015)	Dış ticaret hacmi ile reel efektif döviz kuru	1997:M01-2014:M12	Türkiye Engle-Granger Eşbütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Testi	Reel döviz kuru ile dış ticaret hacmi arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu, reel efektif döviz kurundan dış ticaret hacmine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunduğu görülmüştür.
24	Demirtaş (2014)	Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi	2002-2012	Türkiye ile Almanya Sınır Testi ve ARDL Yöntemi	TL'nin değer kaybının, Türkiye'nin Almanya ile olan dış ticaret dengesi üzerinde kısa ve uzun dönemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunduğu görülmüştür.
25	Kızıldere, Kabadayı ve Emsen (2014)	İthalat-ihracat-dış gelir-politik haklar-GSYİH-reel döviz kuru	1980-2010	Türkiye Zaman Serisi Analizi	Türkiye'nin dış ticaretine döviz kurlarının önemli bir etkisinin bulunmadığı, Türk dış ticaretinin ihraç etmek için ithal edilen (re-exporter) bir yapısının bulunduğu görülmüştür.
26	Yazıcı ve İslam (2014)	Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi	1982: Q1-2001: Q4	Türkiye ve AB üyesi 15 ülke Sınır Testi Yaklaşımı ve ARDL Modeli	TL'deki değer kaybının Türkiye'nin İngiltere, İsveç, İtalya, Fransa ve İrlanda'ya ile olan dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilediği görülmüştür.
27	Tandon (2014)	Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi	1980-2010	Çok ülkeli Panel Veri Analizi	Ülkeler için dış ticaret açıklarının kapatılmasında döviz kurlarının bir araç olarak kullanılabileceği gösterilmiştir.

28	Saygılı ve Manavgat (2014)	Dış ticaret ve kişi başına düşen gelir	1995-2012	Türkiye ile ticari partneri olan 30 ülke Linder Hipotezi, Panel Veri Analizi	Linder değişkeninin Türkiye'nin ithalat yoğunluğu üzerinde belirli bir etkisi bulunduğu, ancak aynı durumun ihracat için söz konusu olmadığı görülmüştür.
29	Güneş, Gürel ve Cambazoglu (2013)	Dış ticaret hadleri, dünya petrol fiyatları ve döviz kuru	1995Q1:2010Q2	Türkiye VAR Modeli	Dış ticaret hadlerinde yaşanan bir şok reel döviz kurunu aynı yönlü fakat azalarak etkilemekte iken, dünya petrol fiyatlarında ortaya çıkan bir şokun reel döviz kurlarının hızla düşmesine yol açtığı tespit edilmiştir.
30	Rahutami (2013)	Reel döviz kuru ve uluslararası ticaret	2001-2011	Güneydoğu Asya Uluslar Birliği örgütüne üye uzak doğu ülkeleri Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler Modelleri	Ev sahibi ülke milli gelirinin ithalata olan etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı; ticari partner ülkenin milli gelirinin ihracata olan etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı; reel döviz kurundaki artışların ülkelerin ihracatına etkisi istatistiksel olarak anlamsız, ithalatına azaltıcı yönde etkili; reel döviz kuru oynaklığının dış ticaret üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsız olarak belirlenmiştir.
31	Yıldız ve Özdamar (2013)	Reel döviz kuru ile dış ticaret	2005-2012	Türkiye İkili Granger Analizi, Engle Granger Eşbütünlüşme Analizi	Uzun dönemde reel efektif döviz kuru ile farklı sektörlerin ihracat ve ithalatının eşbütünlüşük oldukları; reel efektif döviz kuru ile farklı sektörlerin ihracat ve ithalatı arasında nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu, nedenselliğin genellikle reel efektif döviz kurundan sektörlerin ihracat ve/veya ithalatına doğru olduğu sonucuna varılmıştır.
32	Aral (2015)	İhracatın ithalatı karşılama oranı (İİKO) ile döviz kuru	1992-2013	Türkiye Johansen Eşbütünlüşme Testi	Uzun dönemde döviz kuru ile İİKO serilerinin ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiş olup, uzun dönemde döviz kurlarındaki artışın İİKO'da bir artışa, döviz kurlarındaki azalışın ise İİKO'da azalışa neden olduğu görülmüştür.
33	Sever (2012)	Döviz kuru ile tarımsal dış ticaret	1989:01-2011:02	Türkiye Johansen Eşbütünlüşme Testi, Hata Düzeltme Modeli	Reel döviz kuru değişkenliği Türkiye'de tarımsal ithalat ve ihracatı negatif etkilemektedir. Reel döviz kuru dalgalanmalarından tarımsal ihracat seviyesi daha fazla etkilenmektedir.
34	Yuen-Ling, Wai-Mun ve Geoi-Mei (2012)	Dış ticaret dengesi (DTD) ile reel döviz kuru	1955-2006	Malezya VEC Yöntemi ve Engle Granger Eşbütünlüşme Testi	DTD ve reel döviz kuru serilerinin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri; yurtiçi gelir düzeyinin, DTD ile pozitif, partner ülke milli gelirinin ise negatif ilişki içinde olduğu; reel döviz kurundaki artışların (devalüasyonun) Malezya'nın DTD'ni olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.
35	Başar ve Künü (2012)	İkili dış ticaretinin belirleyicileri	2001-2011	Türkiye ile 34 ülke Panel Veri Analizi	Partner ülkenin kişi başına milli geliri ile reel döviz kuru artışlarının Türkiye ihracatını artırdığı sonucuna varılmıştır.

36	Bilman (2012)	İki yönlü dış ticaret ile reel döviz kuru	1980-2010	Türkiye ile 16 tane ticari partneri ülke Harberger-Laursen-Metzler (HML) Yöntemi, J ve S Eğrisi Hipotezleri	Türkiye'nin dış ticaretinde, S eğrisi hipotezinin geçerli olmadığı; 9 ülkeyle olan dış ticaretinde J eğrisi hipotezinin geçerli olduğu, HML etkisinin var olduğu; 4 ülkeyle olan dış ticaretinde ters J eğrisi durumunun geçerli olduğu; 3 ülke için ise gecikmiş J eğrisi etkisinin geçerli olduğu belirtilmiştir.
37	Bal ve Demiral (2012)	Ticaret dengesi ve reel döviz kuru	2002:01-2012:09	Türkiye ile Almanya Johansen Eşbütünleşme Testi, İkili Granger Nedensellik Testi	Ticaret dengesinin reel döviz kuru esnekliğinin kısa dönemde negatif ve uzun dönemde pozitif olduğu; ticaret dengesini belirleyen değişkenlerden yurtiçi geliri temsil eden Türkiye sanayi üretim endeksinin uzun dönemde ticaret dengesini negatif, yurtdışı geliri temsil eden Almanya üretim endeksinin pozitif yönde etkilemekte olduğu görülmüştür.
38	Karaçor ve Gerçekler (2011)	Dış ticaret hacmi ile reel döviz kuru	2003-2010	Türkiye VAR Modeli, Koentegrasyon Analizi, Hata Düzeltme Modeli	Reel döviz kurundan dış ticaret hacmine hem kısa hem de uzun dönemde nedensellik tespit edilirken, dış ticaret hacminden reel döviz kurlarına doğru sadece kısa dönemde nedenselliğin mevcut olduğu tespit edilmiştir.
39	Gözcör ve Pişkin (2011)	Dış ticaret ile işsizlik	2004-2009	Türkiye'nin Düzey 2 olarak TÜİK'de belirtilen 26 bölgesi Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ve Panel Veri Analizi	Bölgeler arasındaki işsizliğin belirlenmesinde, bir dönem önceki işsizlik oranı ile cari dönem işsizlik oranı arasında aynı yönlü ilişki bulunduğu; bununla beraber, bölgenin dış ticarettten aldığı pay arttığında işsizlik oranında azalma söz konusu olduğu görülmüştür.
40	Appuhamila ve Alhayky (2010)	Dış ticaret hacmi ile reel döviz kuru	1993: Q1-2007: Q4	Sri Lanka ile Çin Panel Veri Analizi	Reel döviz kurlarının iki ülkenin ticaret hacmi ve sektörel ticaret hacmi üzerinde karşılıklı anlamlı etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.
41	Aktaş (2010)	İthalat ve ihracat ile reel döviz kuru	1989-2008	Türkiye VAR Analizi	Reel kur değişimlerinin, dış ticaret dengesi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, reel döviz kurunun dış ticaret dengesini sağlamada etkili bir şekilde kullanılamayacağı sonucuna varılmıştır.
42	Jalil, Shahbaz ve İslam (2010)	Dış ticaret dengesi ve reel döviz kuru	1980: Q1-2006: Q4	Pakistan ARDL Yöntemi, J Eğrisi Hipotezi	Reel döviz kurundaki artışlarının DTD üzerindeki etkilerinin negatif olduğu, bu sebeple Pakistan için J eğrisi hipotezinin geçerli olmadığı sonucuna varılmıştır.
43	Alptekin (2009)	Döviz kuru ile dış ticaret hacmi	1992:1-2009:1	Türkiye Granger Nedensellik, Etki Tepki, VAR Yöntemi, Granger Testi	Kısa dönemde dış ticaret ve döviz kuru değişkenleri arasında bir ilişkinin söz konusu olmadığı, reel döviz kurunda meydana gelen bir değişimin dış ticaret hacminde bir değişime yol açmadığı belirlenmiştir.
44	Bahmani-Oskooee ve Cheema (2009)	Reel döviz kuru ve ülke milli geliri ile ikili dış ticaret	1980: Q1-2003: Q4	Pakistan ile 13 ticari partneri Johansen Eşbütünleşme Testi, VEC Yöntemi, J Eğrisi Hipotezi, Sınır Testi, ARDL Yöntemi	Uzun dönemde Pakistan'ın sadece Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Kanada, Hong Kong ve İngiltere'yle olan dış ticaretinde, döviz kurları ile ticaret dengesi arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu, diğer taraftan bu ülkelerin hiçbirisiyle olan ikili ticaretinde J eğrisi hipotezinin geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

45	Goswami, Bahmani-Oskooee ve Talukdar (2008)	Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi	1973: Q1-2001: Q2	Kanada ile 20 ticari partneri ülke J Eğrisi Hipotezi, Sınır Testi Yaklaşımı, ARDL Yöntemi	Kanada'nın ticaret yaptığı 11 ülkeyle dış ticaretinde J eğrisi hipotezi geçerli iken, 9 ülke için geçerli olmadığı; uzun dönem analizinde reel döviz kuru artışlarının Kanada'nın ikili dış ticaret içinde olduğu ABD, Güney Kore, Avustralya, Singapur, Fransa, Hindistan, Almanya, Japonya, Hollanda, İsviçre, İsveç ve İspanya ile olan ticaretini olumlu şekilde etkilediği belirlenmiştir.
46	Berthou (2008)	İkili ihracat ile reel döviz kuru	1989-2004	20 ülke (OECD üyesi) ve 52 ülke (gelişmekte olan) Panel Veri Analizi	Artan reel döviz kurlarının, arttığı seviyede kalma eğiliminde olduğu (reel döviz kurlarında histeri hipotezinin geçerli olduğunu) tespit edilmiş, ulusal paranın %10'luk değer kaybetmesinin, ülkeler arasındaki ikili ihracatı %6,8 oranında artırdığı belirlenmiştir.
47	Gül ve Ekinci (2006)	Reel döviz kuru ile ithalat ve ihracat	1990-2006	Türkiye Granger Nedensellik Testi	İhracat ve ithalattan reel döviz kuruna doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi görülmüştür.
48	Bahmani-Oskooee ve Wang (2006)	Reel döviz kuru ile dış ticaret	1983: Q1-2002: Q1	Çin ile 13 ticari partneri ülke Sınır Testi Yaklaşımı ve Hata Düzeltme Modeli	Kısa dönemde Yuan'daki reel devalüasyonların 13 ticari partner ülke ile olan ticaret dengesinde önemli faydalar sağladığı, kısa dönemli bu olumlu etkilerin ABD'nin de içinde olduğu 4 ticari partner hariç olmak üzere diğer ülkelerle olan dış ticaretinde uzun dönemde ortadan kalktığı görülmüştür.
49	Narayan (2006)	Reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi	1979-2002	Çin ile ABD ARDL Yöntemi ve VAR Modeli	Reel döviz kurundaki artışların Çin'in ABD ile DTD'ni hem kısa hem de uzun dönemde olumlu yönde etkilediği görülmüştür.
50	Yapraklı (2006)	Dış ticaret fiyatları (reel ithalat ve reel ihracat fiyat endeksi) ile döviz kuru (reel efektif kur endeksi)	1982:1-2004:4	Türkiye Johansen Eşbütünleşme Testi	Reel döviz kuru uzun dönemde ithalattan negatif, ihracattan pozitif yönde etkilenmekte iken, reel döviz kurundan ithalat ve ihracat fiyatlarına doğru bir nedensellik ilişkisinin olmadığı, ithalat fiyatlarından ihracat fiyatlarına doğru ise tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir.
51	Yamak ve Korkmaz (2005)	Dış ticaret dengesi ile reel döviz kuru	1995:01-2004:4	Türkiye Granger Nedensellik Testi	Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur, değişkenler arasındaki kısa dönemde ilişkiyi temel olarak sermaye malları ticareti belirlemektedir.
52	Hacker ve Hatemi-J (2004)	Reel döviz kuru ile dış ticaret	1993:M08-2001:M07	Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti ile Almanya VAR Yöntemi	Almanya'nın Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti ile olan dış ticaretinde reel döviz kurundaki değer kayıpları karşısında dış ticaret dengelerinin olumlu yönde tepki verdiği ve J eğrisi hipotezinin geçerli olduğu görülmüştür.
53	Bahmani-Oskooee ve Ratha (2004)	Reel döviz kuru ile dış ticaret	1975: Q1-2000: Q2	ABD ile 18 ticari partneri ülke Sınır Testi, ARDL Yöntemi, J Eğrisi	Uzun dönem analizinde dolardaki değer kayıplarının, ABD'nin dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilediği; kısa dönemde analizinde bir J Eğrisi olgusuyla karşılaşılmadığı görülmüştür.

Tekin (2020), Türkiye’de bankacılık sektörünün sağladığı sendikasyon kredileri ile hisse senedi piyasası endeksleri arasındaki ilişkiyi incelemiş, değişkenler arasında kısa ve uzun dönemli ilişkiler olduğu sonucuna varmıştır. Bankacılık sektörü endeksi ile sendikasyon kredileri arasında iki yönlü olan bu ilişkinin uzun vadede negatif; BIST100 ile sendikasyon kredisi kullanımı arasındaki ilişkinin pozitif ve çift yönlü olduğu tespit edilmiştir.

Kamışlı (2020), Türk bankacılık sektörü tarafından alınan sendikasyon kredileri ile küresel ve yerel risk göstergeleri arasındaki ilişkilerinin asimetri ve frekans boyutunda belirlenmesi amacı ile 2018 Kasım -2019 Temmuz tarihleri arasında Türk bankacılık sektörü tarafından alınan toplam sendikasyon kredileri ile global ekonomik belirsizlik endeksi, VIX endeksi, Libor, Türkiye 5 yıllık CDS primi, Türkiye jeopolitik risk endeksi ve BIST bankacılık sektörü endeks oynaklığı arasındaki ilişkileri geleneksel, asimetrik ve asimetrik frekans nedensellik testleri ile incelemiştir. Sendikasyon kredileri ile ele alınan tüm risk göstergeleri arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Şahin (2018), Türkiye’nin 2000-2016 dönemi dış ticareti ve sendikasyon kredileri verileri arasındaki ilişkileri incelemiştir. Bu çalışmada, uzun dönemde dış ticaret ve sendikasyon kredilerinin karşılıklı olarak etkileşim içinde oldukları tespit edilmiştir. Sendikasyon kredileri ihracat ve ithalatı olumlu yönde etkilerken, ihracat ve ithalatın da sendikasyon kredilerini olumlu yönde etkilemekte olduğu görülmüştür.

Pişkin (2016), 2003-2012 döneminde Türkiye’de temin edilmiş olan sendikasyon kredileri için spread’in belirlenmesinde etkili olan değişkenleri incelemiştir. Çalışmada, küresel finansal koşullardaki değişimler, makroekonomik değişkenler (ekonomik faaliyetler, dış ticaret, dış borçluluk, uluslararası rezervler, ülke riski, yabancı para mevduat maliyeti vb.), borçluluk değişkenleri, sözleşme değişkenleri ve sendikasyon grubu değişkenlerinin spreadin belirlenmesinde etkili olan başlıca unsurlar olduğu sonucuna varılmıştır.

Sakarya ve Sezgin (2015), Borsa İstanbul’da (BIST) işlem gören ve 2010-2013 tarihleri arasında sendikasyon kredisi temin etmiş bankalar tarafından, bu sendikasyon kredisi anlaşmalarına ilişkin yapmış oldukları kamuoyu bilgilendirme duyurularının, bu bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Olay çalışması yöntemi kullanılan bu çalışmada, bankalar tarafından alınan sendikasyon kredisi alım duyurularının hisse senedi getirileri üzerine pozitif şekilde etki gösterdikleri tespit edilmiştir.

Sarıgül (2015), BİST’te işlem gören bankalar tarafından temin edilmiş olan sendikasyon kredileri ile ilgili olarak bankaların yapmış oldukları kamuoyu bilgilendirme duyurularının bu

bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. 2006-2013 dönemi için yapılan incelemede olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerine ait alım duyurularının, araştırılan dönem itibariyle ilgili bankaların hisse senedi getirilerinde Borsa İstanbul'da anlamlı anormal getiriye neden olmadığı gösterilmiştir.

5.2. Ekonometrik Analiz ve Metodoloji

Çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde, Türkiye ekonomisinde “*Sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli ilişki vardır*” hipotezi test edilmeye çalışılmıştır. 2003:01-2019:12 dönemine ait aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, öncelikle hipotez testlerinde kullanılacak değişkenlere ait veri seti ve model tanıtılmış, analizlerde kullanılacak testler belirlenmiş ve yöntem kapsamında analizlerde kullanılan testlerin teorik altyapısı oluşturulduktan sonra elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

5.3. Veri Seti ve Model

Araştırmada sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişki, yapısal kırılmaya izin veren zaman serisi yöntemleri ile test edilmektedir.

Analizlerde değişkenlere ait veri kısıtı nedeniyle 2003:01-2019:12 dönemi esas alınmıştır. Veri döneminin 2003-2019 olarak seçilmesinin sebebi, sendikasyon kredilerine ait verilere ulaşmadaki kısıtlamalardır. Sendikasyon kredilerine ait raporlamalar BDDK tarafından yapılmakta olup, 2003 yılı öncesine ait raporlar mevcut değildir.

Kurulan hipoteze uygun modele ait değişkenler Tablo 23'te yer almaktadır. Dış ticaret değişkenini temsilen dış ticaret dengesi (*DTD*) bağımlı değişken olarak kullanılırken, sendikasyon kredileri (*SK*), döviz kuru (*DK*) ile dış ticaret haddi (*DTH*) değişkenleri bağımsız değişken olarak modele dâhil edilmektedir.

Analizde kullanılan değişkenlerden; *dış ticaret dengesi (DTD)* ($X-M$), yurtiçindeki yerleşiklerin yurtdışında yerleşiklere sattıkları malların değeri (ihracat) ile yurtiçindeki yerleşiklerin yurtdışından aldıkları malların değeri (ithalat) arasındaki farktır (Eğilmez ve Kumcu, 2009: 246). Bir ülkenin yurtdışına döviz karşılığında satılan mallarından elde edilen döviz gelirleri ile yurtdışından döviz ödeyerek ithal edilen mallar için yaptığı döviz ödemelerinin oluşturduğu fark, dış ticaret dengesini oluşturur. Bir ülkede ihracat (X), ithalata (M) eşitse, dış ticaret dengede; ihracat ithalattan fazla ($X>M$) ise dış ticaret fazla veriyor, ithalat ihracattan büyük ise ($M>X$) dış ticaret açık veriyor demektir (Karluk, 2003: 454). Bir başka ifadeyle, ülke ihracatı (X), ithalatından (M) büyükse net ihracat (NX) 0'dan büyük olur. İhracat

ve ithalatın toplamı olan dış ticaret hacmi değişkeni (dış ticaret hacmi genişlemesi olumlu bir gelişme gibi görünse de ithalat ağırlıklı artması bir anlam ifade etmemektedir) yerine dış ticaret dengesi değişkeninin tercih sebebi Türkiye'nin cari açık sorununun olması, cari açığı oluşturan en önemli kalemin de dış denge olmasıdır. Ayrıca, literatürde yapılan analizlerde dış ticaret dengesi değişkenini kullanan çalışmalar da referans olmuştur. Çalışmada kullanılan veri seti TÜİK veri tabanından sağlanmıştır.

Ödemeler bilançosu kalemlerinden ve cari işlemler dengesinin temel belirleyicilerinden biri olan dış ticaret dengesi, döviz kuru ve dış ticaret haddi dalgalanmalarından en fazla etkilenen değişkendir. Döviz kurunda ve dış ticaret haddinde meydana gelen değişimler dış ticaret dengesinde değişmeye neden olacaktır.

*Döviz kuru*¹ (DK), bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden değeri (fiyatı) olarak tanımlanır. Dış ticaretin başta gelen belirleyicilerinden olup, döviz kurunda meydana gelen değişimler ülkelerin dış ticaret dengesinde değişimler meydana getirecektir. Döviz kuru düşüşü yaşanması durumunda yabancı mal ve hizmetler milli paraya göre daha ucuzlayarak ithalat artacak ve dış ticaret dengesine olumsuz yansıyacak; tersi durumda yani döviz kuru artışı durumunda ise yerli mal ve hizmetler ucuzlayarak ihracat artacak ve dış ticaret dengesine olumlu yansıyacaktır. Türkiye'de dış ticaret işlemlerinde döviz olarak genellikle USD ve Euro kullanılmaktadır, bu çalışmada ise araştırma dönemi içindeki sendikasyon kredilerinin Euro cinsinden de alınması ile birlikte ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden temin edilmesi sebebiyle ABD doları inceleme konusu yapılmıştır. Çalışmada kullanılan veri seti TCMB'nın elektronik veri dağıtım sistemi olan EVDS sayfasından sağlanmıştır.

Dış ticaret haddi (DTH), ihracat malları fiyat endeksinin ithal malları fiyat endeksinin oranı olup, bir ülkenin satın aldığı ve sattığı malların fiyatlarındaki değişimler sonucu ülkenin dış ticarettten olumlu ya da olumsuz etkilendiğini gösteren, 1980 sonrası ihracata yönelik büyüme ve rekabetçi politikalara ağırlık verilmesi ile daha da önemli hale gelen bir kavramdır (Küçükaksoy ve Çifçi, 2014:104). İki ülke arasındaki ticaret sonucu, ihracat fiyatlarının ithalat

¹ Bu çalışmada, nominal döviz kuru yerine dış ticaret ile yakından ilişkili olan reel efektif döviz kuru (REER) verilerinin kullanılması da düşünülmüş, ancak TCMB tarafından yayınlanan REER verileri, Türkiye'deki makroekonomi kitaplarındaki "kur yükselince ihracat artar, ithalat azalır" (Özatay, 2015, 132-137) teorisinin zıddına çalışıp, "reel efektif döviz kuru arttığında, ülkenin dış ticaret rekabet gücünün azalması; yani reel efektif kur artışı ile TL'nin reel olarak değer kazanması, Türk mallarının yabancı mallar cinsinden fiyatının artması dolayısıyla ihracatın azalması, ithalatın artması" (Saygılı vd., 2010: 17)(Sevinç, 2019)(Eğilmez, 2012) yönünde olduğu için, analiz sonucunda yorumlama güçlüğü ortaya çıkmasını önlemek adına bu verinin kullanılmasından vazgeçilmiştir.

fiyatlarına göre oransal olarak daha fazla ise, bir birim ihraç malı karşılığında daha fazla ithal mal temin edilmiş olacağından, ülke refahında artış olacaktır. İthalat fiyatları artan ve ihracat fiyatları azalan ülkenin de refah kaybı söz konusu olmaktadır. *DTH*'nin temel yıla göre 100'den büyük olması dış ticaretten zaman içinde kazanç sağlandığı (*DTH*'nin ülke lehine değişmiş olduğu, yani o ülkenin küresel gelir bölüşümündeki payının arttığı); 100'den küçük olması ise dış ticaretten kayba uğranıldığı (*DTH*'nin ülke aleyhine seyrettiği, yani o ülkenin küresel gelir bölüşümündeki payının azaldığı) anlamına gelir (Utkulu ve Aydemir, 2008: 7). Çalışmada kullanılan veri seti TÜİK veri tabanından sağlanmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenler literatürde yapılan çalışmalar incelenerek modele dâhil edilmiştir. Söz konusu bu değişkenlerden *dış ticaret dengesi* değişkeni Aka (2020), Özkan (2020), Çütçü (2019), Yamak ve Korkmaz (2005)'in yaptıkları çalışmalardan; *döviz kuru* değişkeni Aka (2020), Çetin (2020), Hizarcı (2020), Ünal vd. (2020), Kolcu ve Yamak (2017), Çütçü ve Eren (2017), Türk (2016), Uslu (2018), Çütçü ve Kılıç (2018), Emeç ve Gülay (2013)'in yaptıkları çalışmalardan; *dış ticaret haddi* değişkeni Yamak ve Korkmaz (2006), Bölükbaş ve Peker (2017)'in yaptıkları çalışmalardan esinlenerek modele dâhil edilmiştir.

Modelde yer alan *DTD*, *DTH* ve *SK* değişkenlerinin logaritmaları alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Sadece döviz kurunu temsil eden *DK* değişkeni oran olduğu için, düzey değerleriyle analizlere dâhil edilmiştir. Ayrıca, modeldeki değişkenlerin mevsimsel etkilere sahip olacağı düşünülerek, Hareketli Ortalama Yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

Tablo 23. Değişkenler ve Kaynakları

Değişkenler	Açıklama	Açıklama	Kaynaklar
$\ln DTD$	Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	İhracat-İthalat	TÜİK
$\ln SK$	Sendikasyon Kredileri (Milyon Dolar)	Sendikasyon Kredileri (Bankalarca Temin Edilen)	BDDK
DK	Döviz Kuru	ABD Dolarının Türk Lirası Karşısındaki Değeri	TCMB
$\ln DTH$	Dış Ticaret Haddi	İhracat Fiyatı/İthalat Fiyatı	TÜİK

Sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada belirtilen örneklem ve veri aralığında kullanılan model aşağıdaki gibidir:

$$\ln DTD_t = \beta_0 + \beta_1 \ln SK_t + \beta_2 DK_t + \beta_3 \ln DTH_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Modelde gösterilen $t=1, 2, 3, \dots, T$ zaman boyutunu, ε ise hata terimini ifade etmektedir.

5.4. Ekonometrik Yöntem ve Metodoloji

Sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada, değişkenler arasındaki ilişkinin doğru ve sağlıklı çıkması için, öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenlere Lee-Strazicich birim kök testi uygulanmıştır. Durağanlaştırma işleminin ardından, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olup olmadığının test edilmesi için Engle Granger ve Hatemi-J eşbütünleşme testleri yapılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde uzun dönemde olası etkilerinin şiddet ve yönünün tespiti için (eşbütünleşme testlerinin sonuçlarının ardından) eşbütünleşme katsayılarının tahmini, DOLS tahmincisi kullanılarak yapılmıştır. Son olarak, değişkenler arasındaki simetrik nedensellik ilişkiler, Hacker ve Hatemi-J (2006)'ın geliştirmiş olduğu bootstrap yöntemine dayanan simetrik nedensellik testi ile değişkenler arasındaki negatif ve pozitif bileşenler arasındaki ilişkiler, Hatemi-J'nin (2012) geliştirdiği yine bootstrap yöntemine dayalı asimetrik nedensellik testi ile araştırılmıştır. Son olarak, simetrik nedensellik testinin zamanla değişen biçimi olarak literatüre kazandırılan zamanla değişen nedensellik testi ile nedensellik ilişkisinin istikrarlılığı test edilmiştir.

5.4.1. Birim Kök Testi

Zaman serisi analizinde kullanılan birçok yöntem, serilerin durağan olması durumunda uygulanabilmektedir. Analiz edilen zaman dönemi boyunca, serilerin ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa ya da seri periyodik dalgalanmalardan arındırılmışsa, incelenen zaman serisinin “durağan olduğu”; serinin bir bölümü, diğerine göre dalgalanmalar gösteriyor ise serinin “durağan olmadığı” ifade edilir (Gujarati, 1999:713). Değişkenlerin durağanlıklarının tespit edilmesi, değişkenler arasındaki ilişkinin tespit edilmesinde hangi analizin daha güvenilir neticeler vereceğinin görülmesini sağlamaktadır. Ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler arasında anlamlı ilişkilerin elde edilebilmesi için değişkenlere ait serilerin durağan olmaları, yani birim kök içermemeleri gerekmektedir (Çınar ve Sevüktekin, 2014).

Zaman serileri değişik dönemlerde, farklı deterministik trendler etrafında durağan olabilmektedir. Bu farklılıklar; sabit terimde ve/veya eğimde oluşan yapısal kırılmalardan kaynaklanabilmektedir ki, bu kırılmalara savaş, doğal afetler, barış, politika değişiklikleri, terör olayları ve ekonomik krizler sebep olabilmektedir. Bu yapısal kırılmaları dikkate almadan yapılan birim kök analizlerinin sonuçları hatalı olabilmekte ve gerçekte durağan olan serilerin yapılan denemeler neticesinde durağan olmadıkları gibi bir durum ortaya çıkabilmektedir (Yıldırım vd., 2013:83).

Çalışmada zaman serilerinin durağan olup olmadığını test etmek için yapısal kırılmaya izin veren Lee-Strazicich birim kök testinden yararlanılmıştır. Lee ve Strazicich, çalışmalarında iki yapısal kırılmanın varlığını araştıran bir birim kök testi geliştirmişlerdir. İçsel olarak belirlenen bir yapısal kırılmanın varlığına izin veren bu birim kök testi, sabitte (Model A) ve trendde (Model C) meydana gelen kırılmalara göre iki modele dayanan “içsel iki kırılmalı” Lagrange çarpan (LM) birim kök testidir (Lee ve Strazicich, 2003: 1-2). Sen’e (2003) göre, A modeli düzeyde kırılmaya izin verirken B modeli ise trendde kırılmaya izin vermektedir. Ancak hem düzeyde hem de eğimde kırılmaya izin veren model tercih edilecekse, C modeli daha uygundur. Bu durum C modelinin A ve B modellerinden üstün olduğunu göstermektedir.

(2) ve (3) numaralı denklemlerde sırasıyla Model A ve Model C’ye ilişkin denklemlere yer verilmektedir (Eren, 2016:283):

$$\textbf{Model A: } \Delta y_t = K + \varphi y_{t-1} + \beta_t + \theta_1 DU_{1t} + \theta_1 DT_{2t} + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\textbf{Model C: } \Delta y_t = K + \varphi y_{t-1} + \beta_t + \theta_1 DU_{1t} + \theta_2 DT_{1t} + \theta_2 DU_{2t} + \theta_1 DT_{2t} + \gamma_1 DT_t + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Burada, Δ birinci farkı, $t=1 \dots T$ zamanı, ε_t ise σ^2 varyans terimiyle birlikte beyaz gürültülü² hata terimini göstermektedir. Δy_{t-j} terimi ise hata teriminin beyaz gürültülü olmasını sağlamak ve otokorelasyonu ortadan kaldırmak amacıyla modelde yer almaktadır (Adıgüzel, 2014:45).

Modellerdeki kukla değişkenler aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$DU_t = 1, \quad t > T_B \text{ iken,}$$

$$DT_t = t - T_B, \quad t > T_B \text{ iken}$$

$$DU_t = 0, \text{ diğer durumlarda.}$$

$$DT_t = 0, \text{ diğer durumlarda.}$$

² Dickey ve Fuller tarafından kurulan sabit terimsiz ve trendsiz, sabit terimli ve trendli, ile sabit terimli trendli modellerde hata terimlerini beyaz gürültü olarak kabul etmektedir (Çınar, 2019:58).

T_B kırılma tarihini, DU_t sabitte kırılmayı, DT_t ise trendde kırılmayı ifade eden kukla değişkenlerdir. Bu testte öncelikle olası bir yapısal kırılma tarihi aranır; hata terimlerinin kareleri toplamı minimum olan model ile ilgili kukla değişkeninin gösterdiği tarih ilk kırılma tarihi seçilir, daha sonra seçilen ilk kırılma tarihi modele dâhil edilerek birlikte ikinci yapısal kırılma tarihi araştırılır (Aydın, 2018:68).

Model A'nın sıfır hipotezi serinin düzeyde tek kırılmayla durağan olmadığını, alternatif hipotez ise düzeyde tek kırılmayla serinin durağan olduğunu; Model C'nin sıfır hipotezi ise serinin düzeyde ve eğimde tek kırılmayla durağan olmadığını, alternatif hipotez ise düzeyde ve eğimde bir kırılmayla serinin durağan olduğunu ifade etmektedir.

Elde edilen test istatistiği mutlak değerinin kritik değerlerden büyük olması durumunda yapısal kırılmalı birim kök temel hipotezi reddedilmekte iken, küçük olması durumunda ise reddedilmemektedir.

5.4.2. Eşbütünleşme Analizi

Eşbütünleşme, durağan olmayan değişkenlerin doğrusal bileşimlerinin uzun dönemde durağan olması sebebiyle değişkenlerin zaman serileri arasındaki uzun dönem ilişkisinin modellenmesi ve tahmin edilmesidir (Engle-Granger, 1987).

Eşbütünleşme analizi, durağan olmayan iktisadi değişkenlere ait serilerin durağan bir doğrusal birleşiminin bulunabileceğini ve şayet bulunmakta ise bunun ekonometrik olarak saptanabileceğini iddia etmektedir.

Stokastik bir sürecin söz konusu olduğu durumlarda, seriler farkları alınarak durağan bir yapıya dönüştürülebilmektedir. Ancak fark alma işlemi trend etkisini ortadan kaldıracığından, özellikle trendin olduğu durumlarda, fark alma değişkene ilişkin uzun dönem bilgisinin kaybolmasına yol açabilmektedir. Eşbütünleşme yaklaşımı, uzun dönem serilerinde fark alma nedeniyle oluşabilecek bilgi kaybı sorununu engelleyen bir işlemdir.

Değişkenler arasında eşbütünleşmenin tespit edilmesi gerçek uzun dönemli bir ilişki anlamındadır ve eşbütünleşme yapısına sahip olan seriler aynı stokastik trende sahip olup birbirlerinden ayrı hareket edememektedirler (Onay: 2006,5). Bu analizlerde, bir dönemde meydana gelen dengesizliklerin, hata düzeltme terimleri kullanılarak diğer dönemlerde düzeltildiği öne sürülmektedir. Böylece, seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa, serilerin düzey değerleriyle yapılacak analizlerde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılmayacağı belirtilmektedir (Best, 2008).

Engle-Granger (1987), iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişkiyi analiz ederken, modele dâhil edilen tüm değişkenlerin aynı dereceden durağan olduğunu farz etmektedir. Değişkenler farklı mertebelerden durağan ise Engle-Granger yaklaşımı uygulanmaz. Engle-Granger analizi için birinci seviyede durağan olan serilerden sonra sahte regresyon tanısı için modelin hata değerlerinin seviyede durağan olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Eğer modelin hata değerleri düzeyde durağan ise, modelde artık sahte regresyon olmayacaktır. Bunun için, hata değerlerinin düzeyde durağan bir yapıya sahip olup olmadığı tespit edilmelidir. Eğer hata değeri düzeyde durağan ise eşbütünleşmenin, yani uzun dönemli ilişkinin belirlenmesi için ikinci koşul da sağlanmış olmaktadır.

Engle-Granger eşbütünleşme analizi (Yılancı, 2009:208), aşağıdaki regresyonlarından biri kullanılarak yapılabilmektedir:

$$Y_t = a_0 + a_1 X_t + u_{1t} \quad (4)$$

$$X_t = b_0 + b_1 Y_t + u_{2t} \quad (5)$$

Bu regresyonlardan biri kullanılarak, onun yardımı ile e_t hata terimleri elde edilir. Bunun için $E_t = \delta e_{t-1} + v_t$ ilişkisi incelenip, 6 nolu regresyon ile birlikte ADF istatistiği ve MacKinnon kritik değerleri bulunarak, e_t hata terimlerine birim kök testi yapılır (Engle-Granger eşbütünleşme testi uygulamada ADF testi olarak geręekleşmektedir).

$$E_t = \delta e_{t-1} + v_t \quad (6)$$

ADF istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerlerinden küçükse, birim kök olduğuna ve e_t serisinin durağan olmadığına, Y_t ile X_t değişkenlerinin entegre olmadıklarına karar verilir. Tersisi durumda, birim kök olmadığına, e_t serisinin durağan olduğuna ve Y_t ile X_t değişkenlerinin eşbütünleşik oldukları sonucuna varılır.

Engle-Granger eşbütünleşme analizinden çıkan sonucu desteklemek ve uzun dönemli ilişkide kırılmanın olup olmadığını belirlemek için, güncel bir test olan Hatemi-J eşbütünleşme testi de kullanılmıştır. Hatemi-J eşbütünleşme analizi Gregory-Hansen testinin geliştirilmiş halidir (Hatemi-J, 2008: 499). Gregory-Hansen eşbütünleşme testinde, sadece tek bir içsel

kırılmaya izin verilirken, 2008 yılında Hatemi-J tarafından geliştirilen eşbütünleşme testinde iki içsel kırılmaya birlikte izin verilmektedir.

Hatemi-J, yaptığı çalışmada hem sabitte hem de eğimde iki yapısal kırılmanın etkisini aşağıdaki denklemleri dikkate alarak ifade etmektedir (Zeren, 2015: 6444):

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 D_{1t} + \alpha_2 D_{2t} + \beta'_0 x_t + \beta'_1 D_{1t} x_t + \beta'_2 D_{2t} x_t + u_t \quad (7)$$

Denklemlerde y_t bağımlı değişken, x_t bağımsız değişkenler vektörü iken α_0 sabit terimi gösterirken, α_1 birinci yapısal değişim, α_2 ise ikinci yapısal kırılma nedeniyle sabit terimde oluşan değişimi, β yapısal kırılmaların olduğu ve olmadığı durumlardaki eğim katsayılarını, D_{1t} ve D_{2t} kukla değişkenleri göstermektedir (Zeren, 2015: 6444).

Hatemi-J eşbütünleşme analizinde, olası yapısal kırılma tarihleri EKK (En Küçük Kareler) Yöntemiyle test edilmekte, tahmin sonucu elde edilen kalıntılara ADF testi uygulanmaktadır. Test istatistik değeri en küçük olan model tercih edilerek, yapısal kırılma tarihleri tespit edilmektedir. Hesaplanan t-istatistik değerleri Hatemi-J'nin çalışmasında yer alan tablo değerleri ile karşılaştırılmakta, eğer hesaplanan değerler tablo değerinden küçük ise temel hipotez reddedilerek yapısal kırılma altında serilerin eşbütünleşik olduğuna karar verilmektedir (Eren vd., 2016: 285).

Eşbütünleşme testi için analiz edilen üç model içerisinde sabit ve eğimde yapısal kırılmayı içeren rejim değişimi modeli, ADF test istatistiğinin en küçük olduğu modeldir.

5.4.3. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini

Uzun dönemde eşbütünleşik olan serilerin regresyonundan türetilen katsayılar, bu serilerin birbirleri ile olan bağlantılarını açıklamaktadır. Bunun anlamı, eşbütünleşmenin test edilmesi aşamasında yararlanılan denklemlerden sağlanan ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini açıklayan katsayıların, serilerin arasındaki uzun dönemli münasebeti anlatmasıdır. Bu katsayıların saptanması aşamasında, standart OLS (Ordinary Least Squares) yöntemi kullanılabilmekle birlikte, standart OLS yöntemi ile saptanan katsayıların t istatistikleri yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle, bağımsız değişkenlerin geçmiş, cari ve gelecekteki değerlerinin analize dâhil edilmekte olduğu Dinamik En Küçük Kareler (DOLS-Dynamic Ordinary Least Squares) yöntemi daha etkin bir yöntemdir (Stock and Watson, 2007/2001: 666, 668).

Değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri kanıtlandıktan sonra, modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki uzun dönemde olası etkilerinin şiddet ve yönü regresyon analizi ile test edilebilir ki bunun için zaman serisi regresyon analiz yönteminin kullanılması gerekmektedir.

Literatürde eşbütünleşme testinden türetilen bulgular değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olduğunu göstermekle birlikte, uzun dönem katsayı tahmini çeşitli yöntemler kullanılarak yapılmaktadır.

Geleneksel EKK yöntemi ile tahmin edilen bir modelin katsayılarının standart hataları sapmalı olacağından, yapısal kırılmaların kukla değişken olarak modele entegre edilebildiği uzun ve kısa dönem kat sayıların tahmin edilmesinde DOLS yönteminden yararlanılır. DOLS yöntemi, bağımsız değişkenler ve hata terimi arasındaki içsellik probleminden kaynaklanan sapmaların giderilmesinde etkili bir tahmincidir.

Pedroni (2000, 2001) tarafından geliştirilen DOLS yöntemi, eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesi halinde bağımsız değişkenlere ait uzun dönem katsayıların tahmin edilmesine imkân vermektedir. Özellikle bağımsız değişkenler ve hata terimi arasındaki içsellik sorunundan kaynaklanan sapmaların giderilmesinde DOLS tahmincisi etkili bir yöntem olup, aşağıdaki regresyon modeli ile tahmin edilmektedir:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \sum_{k=-K_i}^{K_i} \gamma_{ik} \Delta x_{it} + \mu_{it} \quad (8)$$

Bu regresyon modelinde $-K_i$ ve K_i öncül ve gecikme sayılarını göstermektedir.

Çalışmada uzun dönem analizi yapılırken, eşbütünleşme testinde karşılaşılan kırılma tarihleri, kukla değişkenler olarak analize dâhil edilmiştir. Kukla değişkenler; kırılmanın olduğu tarihe kadar olan yıllara sıfır, diğer yıllara bir değeri verilerek oluşturulmuştur.

5.4.4. Nedensellik Analizi

Nedensellik teorisi, 1969 senesinde Granger aracılığıyla geliştirilmiş olup, iki parametre arasındaki nedensellik bağlantısı açıklanırken, parametrelerden birinin şimdiki zaman değerini tanımlamada diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir katkı sağlayıp sağlamadıkları hususu değerlendirilir. Şöyleki, Y_t değişkeni, X_t değişkeninin geçmiş değerleri kullanıldığında, kullanılmadığı duruma göre daha iyi tahmin edilebiliyor ise, " X, Y 'nin Granger nedenidir"

denir. Granger nedensellik yaklaşımı, ekonometrik çalışmalarda uygulanan birincil bir yaklaşım olup, Sims 1980 senesinde bu yaklaşıma başlıca anlamlı ampirik ve teorik katkısı sağlamıştır. Sims, nedenselliği geleceğin günümüzün nedeni olamayacağı gerçeğinden yola çıkarak açıklayan bir nedensellik testi geliştirmiştir. Granger ve Sims tarafından geliştirilen nedensellik testlerine ilaveten şekillendirilen nedensellik testleri mevcuttur ki, bu geliştirilen testlerden birkaçı aşağıda açıklanmıştır (Engeloğlu vd., 2015: 143-144).

Bootstrap nedensellik testi (2006), Toda-Yamamoto'nun nedensellik testine dayanmakta olup, Hacker ve Hatemi-J tarafından geliştirilmiştir. Toda ve Yamamoto testindeki asimptotik Ki-kare (χ^2) dağılımı yerine bootstrap dağılımı kullanılması, Bootstrap nedensellik testinin ayırt edici özelliğini oluşturur. Bootstrap simülasyon teknikleri kullanılarak, nedensellik testindeki kritik değerler elde edilir (Lebe ve Aktaş, 2011: 68).

Granger nedensellik testi değişkenlerin eş bütünleşik olup olmamalarını dikkate almakta olup, Dolado-Lütkepohl nedensellik testi standart Granger nedensellik analizindeki bu zorlukların üstesinden gelmektedir. Analizde VAR modelinde bulunan optimal gecikme uzunluğuna ilave gecikmeler eklenerek Granger nedenselliğinde karşılaşılan sorunlar bertaraf edilmektedir (Şentürk ve Akbaş, 2012: 49). VAR modelleri tahmininde serilerin seviye değerleri kullanılmakta olup, serilerin birim kök testlerini göz önünde bulundurulmamaktadır. Bu testlerin uygulanmasında ilk yapılması gereken VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun (p) belirlenmesi, sonrasında da VAR ($p+1$) modeli tahmin edilerek değişkenlere yapılandırılmış Wald testi uygulanmasıdır (Topallı, 2015: 228). Parametreler arasındaki nedensellik ilişkisi araştırmasında birim kök testlerini göz önünde bulundurmaması, Dolado-Lütkepohl nedensellik analizinin en önemli üstünlüğünü oluşturur (Çetin ve Seker, 2013: 133).

Toda-Yamamoto nedensellik testi (1995), VAR modeli tahminine bağlı olan ve serilerin durağanlık düzeyleri veya eşbütünleşme münasebetinin bulunup bulunmamasının geçerliliğini etkilememesi bakımından diğer nedensellik testlerine göre daha avantajlı bir yöntemdir. Test kullanımı safhasında ilk olarak bilinen ekonometrik koşulların karşılandığı k gecikmeli VAR(k) modeli tahmin edilmekte, ardından araştırılan serilerin azamî entegrasyon kademesi ($dmax$) tanımlanarak $k+dmax$ gecikmeli bir VAR modeli tahmini yapılmaktadır. Bu modeldeki bağımsız değişkenlerin parametrelerine sınırlamalar konularak, bağımlı değişkene anlamlı düzeyde tesir edip etmedikleri, yani nedensellik ilişkisinin olup olmadığı tespit edilir (Mercan ve Yurttaçıkılmaz, 2013: 66).

Holtz-Eakin, Newey ve Rosen nedensellik testi (1988), Granger nedensellik testinin geliştirilmiş hali olup, iki safhalı EKK yöntemine dayanır. Sabit etkilerden ayırmak için,

değişkenlerin farkının alınması suretiyle Granger nedensellik testi için uyarlanmış ve değişkenlerin fark ya da seviyelerini içeren bir enstrüman değişken seti kullanılması önerilmiştir (Ağayev, 2010: 173; Kamacı ve Oğan, 2014: 1010; Öztürk, Darıcı ve Kesikoğlu, 2011: 63).

Hsiao testinde (1979), nedensellik, gecikme uzunluğunun seçimi ile sorgulanmakta ve Granger nedensellik testinde kullanılan denklemler temel alınmaktadır (Bağdiden ve Beşer, 2012:12). Nedenselliğin açıklanmasında, F testi yerine, modeldeki ilk değişkenin gecikme uzunluğu ile ilk denkleme ilave edilen ikinci değişkenin optimal gecikme uzunluğunun karşılığı olan FPE (Final Prediction Error) (son tahmin hata kriteri) bilgi kriterlerinin kıyaslanmasına dayanmaktadır (Terzi ve Oltular, 2004: 26).

Toda-Yamamoto (1995), değişkenlerin durağan olma ya da bütünleşme durumunu belirleyen ön testlerin kullanılmasını gerektirmeyen nedensellik testini geliştirmiştir. Hacker ve Hatemi-J (2006) ise, bu test için bootstrap dağılımı oluşturmuştur. Bu yazarlar, küçük örneklemelerde ve normallik varsayımı gerçekleşmediğinde bootstrap dağılımının testin gücünü artırdığını ortaya koymuşlardır. Diğer birçok nedensellik testinde, pozitif değişimlerin nedensellik etkileri negatif değişimler ile aynı kabul edilerek analiz gerçekleştirilmektedir.

Hacker ve Hatemi-J (2006) nedensellik testi, y_{1t} ve y_{2t} gibi iki bütünleşik seri arasındaki nedenselliği test etmektedir. İlgili nedensellik testine ilişkin modeller şu şekilde özetlenebilir (Yılancı, 2014:59-60):

$$Y_{1t} = y_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = y_{10} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i} \quad (9)$$

$$Y_{2t} = y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = y_{20} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i} \quad (10)$$

Modeldeki y_{10} ve y_{20} başlangıç değerlerini göstermektedir. Bu modeller altında y_{1t} ve y_{2t} eşitlikleri düzenlenerek şu şekilde gösterilebilir:

$$y_{1t} = y_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = y_{10} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^+ \quad (11)$$

$$y_{2t} = y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = y_{20} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^- \quad (12)$$

Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinin eksik yönü, pozitif ve negatif şokları ayırt edememesidir. Simetrik nedensellik testinde şoklar aynı kabul edilmektedir. Ancak değişkenlere ait şoklar arasında farklı nedensellik ilişkileri olabilmektedir. Hatemi-J'nin 2012'de geliştirmiş olduğu asimetrik nedensellik testinin temelini, Hacker ve Hatemi-J (2006) tarafından geliştirilmiş olan simetrik nedensellik testi oluşturur. Bu asimetrik nedensellik testinin simetrik nedensellik testinden farklı olan tek tarafı, nedensellik testini değişkenlerin kendisiyle değil, değişkenlere ait pozitif ve negatif bileşenleri (kümülatif şoklar) kullanarak yapmasıdır. Hatemi-J (2012), simetrik nedensellik testlerinde değişkenlere ait pozitif ve negatif şokların aynı etkiyi yaptığı kabul edildiğini belirterek bu analizi geliştirmiştir. Nedensellik analizi için geliştirilen testlerde iki zaman serisi arasındaki ilişkiyi ölçerken pozitif ve negatif şokların etkisinin aynı olduğu varsayımından hareket edilmekte iken, asimetrik nedensellik testleri, görünüşte ilişkili olmayan iki zaman serisi arasında aslında saklı bir ilişkinin olabileceği ve bu ilişkinin de ancak bileşenler arasındaki asimetrinin dikkate alınmasıyla ortaya çıkarılabileceğini savunmaktadır (Hatemi-J, 2012:448). Asimetrik nedensellik testi, pozitif ve negatif birikimli şoklar arasındaki nedenselliği incelemekte olup hem durağan hem de durağan olmayan serilere uygulanabilmektedir.

Pozitif ve negatif şoklar arasındaki ilişkilerin farklı olacağı öngörüsü ile ortaya çıkan asimetrik analizlerde, simetrik analizde görünmemekte olan, değişkenler arasındaki saklı ilişkiler de tespit edilebilmektedir (Özçağ ve Bölükbaş, 2018: 118).

5.5. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Modele dâhil edilen değişkenlerin yıllar itibariyle değişimleri ve konjonktürel dalgalanmaları, temel tanımlayıcı istatistikî değerler üzerinden görülmektedir. Ekonometrik çalışmalarda, analizlere geçilmeden önce, modele dâhil edilen değişkenlere ait ayrı ayrı tanımlayıcı istatistiklerinin verilmesi ve yorumlanması gerekir. Bu nedenle, çalışmanın bu kısmında tanımlayıcı istatistiklerin değerleri ile grafiksel değişimleri yorumlanmaktadır.

Tablo 24'te, serilerin normal dağılıp dağılmadıkları ile çarpıklık ve basıklıklarına bakılmıştır. İlgili değişkenlerin basıklık değerinin 3'ten büyük olması serinin sivri olduğunu, 3'ten küçük olması ise serinin basık olduğunu göstermektedir. Çarpıklık değerlerinin incelenmesinde ise, bu değerlerin sifıra eşit olması serinin normal dağılıma sahip olduğunu gösterirken, sıfırdan büyük olması serinin sola (pozitif yönde) çarpık olduğunu, sıfırdan küçük olması ise serinin sağa (negatif yönde) çarpık olduğunu göstermektedir (Kapusuzoğlu ve Karan, 2010:61-62).

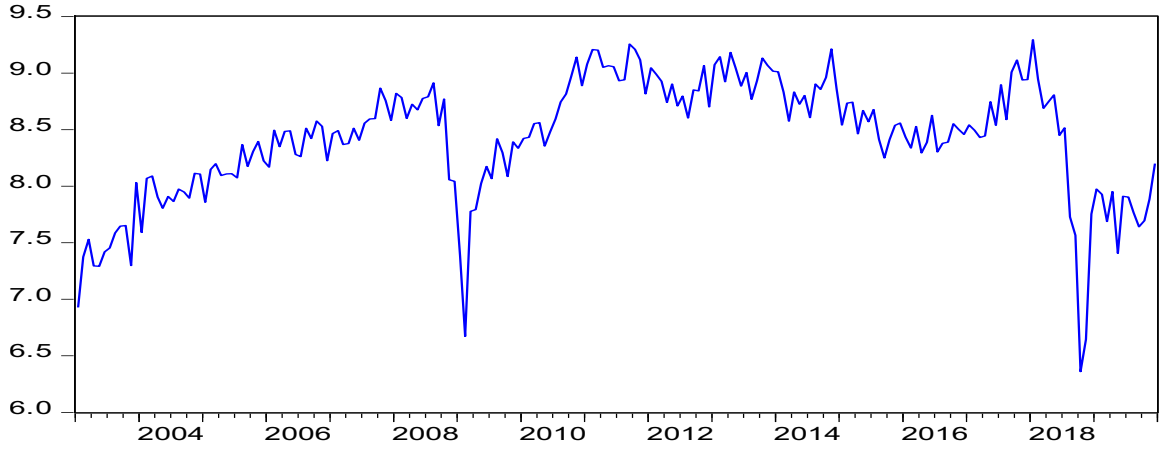
Analizlerden elde edilen sonuçlara göre, değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklerden dış ticaret haddi ($\ln DTH$) dışındaki değişkenlerin basık olduğu, diğer değişkenlerin ise 3'ten büyük olmaları nedeniyle sivri oldukları söylenebilir. İstatistiklerin çarpıklık değerlerine bakıldığında ise dış ticaret dengesi ($\ln DTD$) değişkeninin sağa doğru (negatif yönde) çarpık olduğu, diğer değişkenlerin ise pozitif değer almalarından dolayı sola doğru (pozitif yönde) çarpık olduğu görülebilir.

Tablo 24. Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Çarpıklık	Basıklık
$\ln DTD$	204	8.50	9.29	6.36	0.53	-0.97	4.20
$\ln SK$	204	9.62	9.99	7.36	0.60	1.50	4.64
DK	204	1.68	6.31	1.17	1.29	1.60	4.58
$\ln DTH$	204	4.63	4.76	4.55	0.04	0.19	2.37

Dış ticaret dengesi, sendikasyon kredileri, döviz kuru ve dış ticaret haddi olmak üzere dört temel değişken ile yapılan çalışmada, analizler 204 gözlem üzerinden gerçekleştirilmiştir. Değişkenlerin ortalama değerlerine bakıldığında dış ticaret dengesinin %8.50, sendikasyon kredilerinin %9,62, döviz kurunun %1,68 ve dış ticaret haddinin ise %4,63 olduğu görülmektedir. İlgili değişkenlerin 2003-2019 yılları arasında aldıkları maksimum ve minimum değerler de ayrıca tabloda raporlanmıştır.

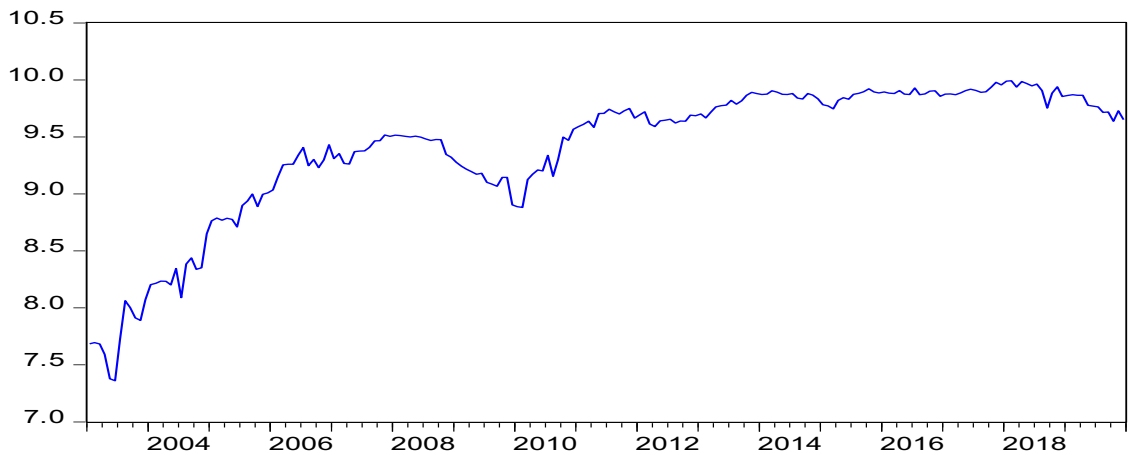
Bu aşamada değişkenlere ait şekillerle yorumlanacaktır. Şekil 7, dış ticaret dengesindeki değişimleri tasvir etmektedir. Kırılmaların yaşandığı ve konjonktürel dalgalanmalarda dip noktalarının görüldüğü tarihlere bakıldığında, bunun ya iktisadi krizlerden ya da döviz dalgalanmalarından kaynaklandığı söylenebilir. Mesela 2009 yılındaki dip noktasının nedeni olarak 2008 yılındaki Küresel Kriz gösterilirken, 2019 yılındaki dip noktası ise, döviz piyasalarında Türkiye-ABD ilişkilerinin kötüleşmesinden kaynaklanan siyasi krizin yol açtığı büyük bir dalgalanmaya işaret edilebilir.



Şekil 7. Dış Ticaret Dengesi Değişimi

Kaynak: TÜİK

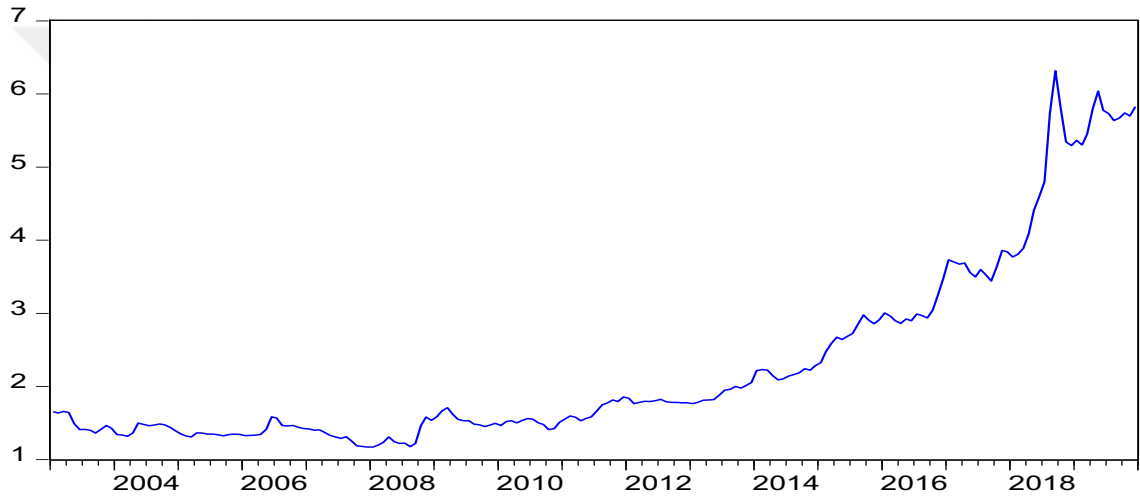
Sendikasyon kredilerinin seyrinin incelendiği Şekil 8’de ise, 2004 yılından önce başlayan ve giderek hızlanan bir sendikasyon kredisi artışı göze çarpmaktadır. Uluslararası finansal piyasalarda 2007 yılında artarak devam eden dalgalanmaların, 2008 yılı son çeyreğinde Lehman Brothers, Washington Mutual gibi ABD’nin önde gelen finansal kurumların iflası ve Fannie Mae, Freddie Mac ve AIG gibi kurumlara ABD hükümeti tarafından el konulması ile sonuçlanan büyük bir finansal krize dönüşmüş olması, 2008 yılı sendikasyon kredisi kullanımının düşük seviyede kalmasına neden olmuştur. 2008 küresel krizinin yaratmış olduğu likidite sorununun yaşandığı dönemde, küçük bir kırılma ve daralmadan sonra tekrar yükselişe geçen sendikasyon kredilerinin 2014 yılı öncesinde istikrara kavuştuğu ve durağan bir seyir izlediği görülmektedir.



Şekil 8. Sendikasyon Kredileri Değişimi

Kaynak: BDDK

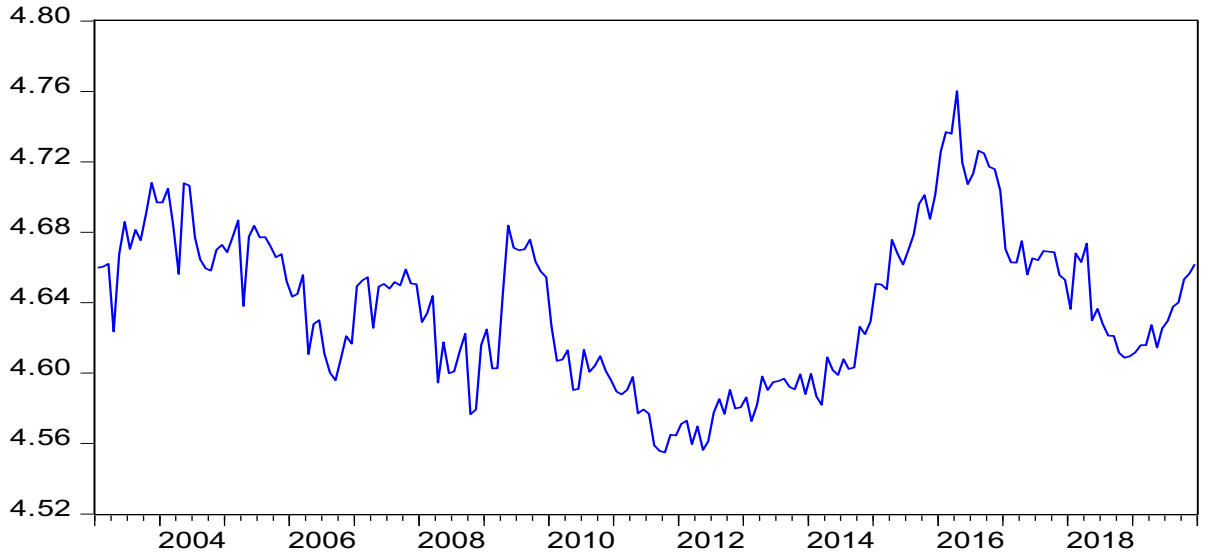
Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasaları genel olarak istikrarsız yapısıyla dikkat çekmektedir. Şekil 9’da analizin yapıldığı dönem itibariyle 2003-2010 yılları arasında döviz kurunda ciddi bir artış seyri görülmez iken, 2010 yılından itibaren sistemli bir artışın başladığı ve 2018 yılından sonra artışların sürekli devam ettiği görülmektedir. 2001’in 3. ayına kadar 1 TL’nin altında olan dolar, Haziran 2002’de 1.52 TL’ye çıkmış, Haziran 2013’e kadar 1-2 TL aralığında dalgalanmıştır. 2008 küresel ekonomik krizi sonrasında yürürlükte olan genişletici para politikasını, ABD Merkez Bankası’nın (FED) Mart 2013’te neticelendireceğine dair açıklama yapmasının devamında, dolar hızla değer kazanmaya başlamış ve 13 Ağustos 2018’de 6.84’e kadar yükselmiştir.



Şekil 9. Döviz Kuru Değişimi

Kaynak: TCMB

Modele dâhil edilen değişkenlerden en istikrarsız yapıya sahip olanı ise Şekil 10’da görüldüğü gibi dış ticaret haddidir. Dış ticaret haddi, küresel düzeyde ülkeler için önemli bir rekabet unsurudur. Şekilde de görüldüğü üzere, kriz ve istikrarsızlıkların olduğu dönemlerde bu değişken düşmekte, diğer dönemlerde ise yükselmektedir.



Şekil 10. Dış Ticaret Haddi Değişimi

Kaynak: TÜİK

5.6. Ekonometrik Analiz Bulguları

Sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasındaki uzun dönemli ilişkinin analiz edildiği çalışmanın bu bölümünde, kullanılan testler ve analizlerden elde edilen bulgular yorumlanmaktadır.

5.6.1. Durağanlık Testleri

Durağanlık testleri, Lee ve Strazicich (2003)'ün geliştirdiği testle yapılmıştır. Model A'da serilerin ortalamasında iki yapısal kırılmanın varlığı, Model C'de ise serilerin ortalaması ve trendinde iki yapısal kırılmanın varlığı kabul edilmektedir. Elde edilen test istatistiğinin mutlak değerinin kritik değerlerden büyük olması durumunda yapısal kırılmalı birim kök temel hipotezi reddedilmekte, küçük olması durumunda ise reddedilmemektedir. Elde edilen test sonuçları Tablo 25'te gösterilmiştir.

Tablo 25. Lee-Strazicich Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model A		Model C	
	Min. t stat.	Kırılma Tarihleri	Min. t stat	Kırılma Tarihleri
$\ln DTD$	-3.02	2005:01-2014:11	-5.18	2008:11-2011:02
$\ln SK$	-2.59	2004:11-2010:07	-4.20	2005:07-2016:12
DK	-1.30	2016:12-2017:04	-5.99**	2013:07-2018:04
$\ln DTH$	-3.20	2007:03-2014:03	-4.90	2012:04-2016:10
$\Delta \ln DTD$	-16.84*	2004:08-2004:10	-12.67*	2008:09-2009:06
$\Delta \ln SK$	-11.79*	2010:05-2011:02	-12.13*	2007:01-2012:02
ΔDK	-8.39*	2017:06-2017:08	-9.06*	2017:03-2017:08
$\Delta \ln DTH$	-14.54*	2009:03-2016:01	-14.34*	2005:02-2016:04
Kritik Değerler	Model A Kritik Değerler		Model C Kritik Değerler	
	-4.08 (%1)		-6.43 (%1)	
	-3.57 (%5)		-5.86 (%5)	
	-3.31 (%10)		-5.53 (%10)	

Not: *, ** ve *** değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde serilerin yapısal kırılmayla birlikte durağanlıklarını göstermektedir. Kritik değerler Model A için %1, %5 ve %10 için kritik değerler sırasıyla -4.08, -3.57 ve -3.31, Model C için kritik değerler %1, %5 ve %10 için sırasıyla -6.43, -5.86 ve -5.53'dir.

Yapısal kırılmaları dikkate alan Lee-Strazicich birim kök testi sonuçları incelendiğinde şu hususlara işaret edilebilir:

- Model A için tüm değişkenlerin düzey değerlerinde birim köke sahip oldukları fakat farkları alınarak analizin tekrarlanması durumunda tüm değişkenlerin %1 düzeyinde durağanlaştığı görülmektedir.
- Model C'de ise sadece Döviz Kuru (DK) değişkeninin düzey değerinde %5 düzeyinde durağan olduğu, diğer değişkenlerin birim köke sahip oldukları görülmektedir. Tüm değişkenlerin farkları alınarak analizin tekrarlanması durumunda ise döviz kuru değişkeni de dâhil olmak üzere modele dâhil edilen tüm değişkenlerin %1 düzeyinde durağan hale geldikleri söylenebilir.

5.6.2. Eşbütünleşme Testleri

“Bankalar tarafından kullanılan sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında uzun dönemli ilişki vardır” hipotezinin test edildiği çalışmanın bu bölümünde değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı eşbütünleşme testleri ile analiz edilmektedir.

Değişkenlerin durağanlık derecelerinin belirlenmesinin ardından, aralarında herhangi bir uzun dönem ilişki olup olmadığını belirlemek için literatürde fazlaca kullanılan ve özellikleri belirtilen Engle-Granger eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Devamında ise yapısal

kırılmaya izin veren Hatemi-J eşbütünleşme testi yapılarak bulgular arasında karşılaştırmalar gerçekleştirilmiştir. Tablo 26’da Engle-Granger eşbütünleşme testi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 26. Engle- Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Değişken	ADF Test İstatistiği	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Kritik Değerleri		
		%1	%5	%10
$\varepsilon(0)$	-4.98*	4.70	4.18	3.89

Not: Engle-Granger makalesindeki kritik değerler esas alınmıştır. Hata terimlerinin durağanlığı için test istatistik değeri Akaike Bilgi Kriterine göre hesaplanmıştır. *, ** ve *** değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Dış ticaret dengesi (*DTD*), sendikasyon kredileri (*SK*), döviz kuru (*DK*) ve dış ticaret haddi (*DTH*) değişkenleri arasındaki eşbütünleşme testinden elde edilen kalıntılar serisine ADF birim kök testi uygulanması sonucu test istatistiği elde edilmektedir. Bu test istatistiği Engle-Granger’in simülasyonlarla elde ettiği kritik değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Kalıntı serisi test istatistiği olarak bulunan -4,98 değerinin, mutlak değer olarak, %1-%5-%10 anlamlılık seviyelerinde kritik değerlerinden büyük olduğu görülmektedir. Bu nedenle modele dâhil edilen değişkenler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi vardır. Yani modele dâhil edilen seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedirler.

Tablo 27’de Hatemi-J eşbütünleşme testi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 27. Hatemi-J Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Model	Kırılma Dönemleri	ADF İstatistiği
Sabitte Kırılma (C)	2009:11-2012:03	-5.34 (9)
Sabitte ve Trendde Kırılma (C/T)	2008:10-2012:03	-5.27 (9)
Rejim Değişimi (C/S)	2008:08-2013:03	-7.86 (9)*

Not: Kritik değerler Hatemi-J (2008) Tablo 1’den alınmıştır. Parantez içindeki değerler Akaike Bilgi Kriteri tarafından seçilen gecikme sayısını göstermektedir. *, ** ve *** değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde kritik değerler sırasıyla -7.833, -7.352 ve -7.118’dir.

Hatemi-J eşbütünleşme testi, iki yapısal kırılmaya kadar değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını analiz etmektedir. Tablo 27’ye göre, sabitte ve sabitte-trendde kırılmaya izin veren modellerde ADF istatistiği mutlak değer olarak tablo kritik değerlerinden küçüktür. Fakat rejim değişiminin modellendiği analizde -7.86 olan ADF istatistik değerinin

mutlak değer olarak tablo kritik değerlerinden büyük olduğu ve değişkenler arasında yapısal kırılmalarla birlikte uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin olduğu görülmektedir.

Eşbütünleşme ilişkisinin olduğu Ağustos 2008 ve Mart 2013 dönemlerinde yapısal kırılmaların olduğu göze çarpmaktadır. Belirtilen dönemler araştırıldığında, 2008 Ağustos'ta başladığı kabul edilen krizin, finansal küreselleşmenin etkisi ile hızla diğer ülkelere de yayılarak ve bir finansal kriz olmaktan çıkarak ülkelerin büyüme, istihdam, ihracat, borçluluk gibi temel makroekonomik göstergelerini de olumsuz etkileyen bir ekonomik krize dönüşmüş olduğu görülmektedir. 2008 yılında hem ithalat hem de ihracat zirve seviyelere ulaşmışken, 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkisi ile ciddi şekilde düşmüştür. Ancak ithalat ve ihracattaki düşüşler birbirine paralel olarak gerçekleştiği için, göreceli olarak azalsa da dış ticaret açığı devam etmiştir. TÜİK verilerine göre, 2009 yılında gerçekleşen toplam ihracat bir önceki yıla göre %22,6 azalmış, bu gelişmeler ağırlıklı olarak ihracatın finansmanı amacı ile alınan sendikasyon kredilerine olan talebin de düşmesine sebep olmuştur. 2008 küresel finans krizi sonrasında öncelikle ülkeler tarafından geleneksel para politikasına uygun politika faizine başvurulmuştur. Gelişmiş ekonomiler için faiz indirimlerinin toparlanma sürecinde yeterli olmaması, sıfıra yaklaşan faiz oranları ve Euro Bölgesi çevresinde ülkelerdeki borç srdrebilirliğine ilişkin sorunların yaşanması hususları fiyat istikrar politikası ve politika aracı genel olarak sadece politika faizi olan enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ekonomiler için sorgulanmaya başlanmasının nedeni olmuştur. Bu aşamada, krizden çıkmak hedefinde olan gelişmiş ekonomiler merkez bankaları, fiyat istikrarını geri planda ve tam istihdam-iktisadi büyüme amaçları ön planda olmak üzere birden çok amaca ulaşmak hedefi ile birden fazla aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmış, piyasaya yüklü miktarda likidite vermişlerdir (rnek ve Uğur, 2014:2-30). 2013 ilk çeyrek dönemde FED başkanı yaptığı açıklama ile hem faiz artışına gideceğini hem de miktarsal kolaylaştırmanın durdurulacağını ilan etmiştir ki bu durum Türkiye'nin içinde bulunduğu çok fazla ekonomi için sermaye girişlerinin azalmaya başlamasını ifade etmiştir. Kısaca, 2013 yılı küresel finansal sıkılaşma dönemi başlangıcı olarak önemli bir dönüm noktası olmuştur.

şahin (2018) tarafından yapılan çalışmada, sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesi için Johansen eşbütünleşme testi kullanılmış, sendikasyon kredileri ile ihracat ve ithalat değişkenleri arasında uzun dönemli ilişki tespit

edilmiştir. Sendikasyon kredileri ihracat ve ithalatı olumlu yönde etkilerken, ihracat ve ithalat da sendikasyon kredilerini olumlu etkilemektedir sonucu elde edilmiştir.

5.6.3. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini

Engle Granger ve Hatemi-J eşbütünleşme testleriyle, dış ticaret dengesi ile sendikasyon kredileri, döviz kuru ve dış ticaret haddi değişkenleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespiti sonrası bu değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisine ait katsayılar ve etkilerin yönü; Hatemi-J eşbütünleşme testinde tespit edilen kırılma yılları dikkate alınarak, Stock ve Watson tarafından geliştirilmiş olan DOLS yöntemi ile tahmin edilmiştir.

Tablo 26 ile Tablo 27'deki eşbütünleşme anlamlılığından hareketle uzun dönemde katsayıların bireysel etkilerinin regresyon analizlerine tabi tutulması yoluna geçilmiş, bağımsız değişkenlere ait katsayı tahminleri dinamik en küçük kareler (DOLS) yöntemi ile yapılmıştır.

Çalışmada uzun dönem analizi yapılırken, kırılmalı eşbütünleşme testi yapılmış olup, yapılan testte bağımlı ve bağımsız değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket etmelerinde bazı kırılma tarihleri tespit edilmiştir. Tespit edilen bu kırılma tarihleri regresyona, yani katsayı tahminine kukla değişkenler ile dâhil edilmiştir. Kukla değişkenler; kırılmanın olduğu tarihe kadar olan yıllara sıfır, diğer yıllara ise bir değeri verilerek oluşturulmuş ve bu kırılmaların bağımlı değişken üzerinde etkili olup olmadığı değerlendirilmiştir.

Elde edilen sonuçlar Tablo 28'de gösterilmiştir.

Tablo 28. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayıları

Bağımlı Değişken	Sabit Terim	$\Delta \ln SK$	ΔDK	$\Delta \ln DTH$	K ₁	K ₂
$\Delta \ln DTD$	-0.028 (0.3405) [-0.99]	0.621 (0.0569)*** [1.916]	-1.279 (0.000)* [-7.533]	-4.255 (0.0209)** [2.330]	-0.002 (0.9607) [-0.049]	-0.005 (0.9061) [-0.118]
Not: Parantez içindeki değerler, <i>olasılık değerleri</i> olup *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Köşeli parantez içindeki değerler test istatistiklerini göstermektedir. Tahmindeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey-West yöntemi ile giderilmeye çalışılmıştır. Kukla değişken olarak analizde; K₁: 2008:08, K₂: 2013:03 alınmıştır.						

Tablodaki sonuçlar incelendiğinde aşağıdaki hususlara işaret edilebilir:

- Sendikasyon kredileri ile dış ticaret dengesi arasında %10 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Türkiye'nin sendikasyon kredileri kullanımındaki %1'lik artış dış ticaret dengesini %0,62 oranında iyileştirmektedir.

- Döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasında ilişkinin %1 seviyesinde anlamlı ve negatif yönlü olduğu belirlenmiş olup, elde edilen sonucun teori ile uyumlu olmadığı görülmektedir. Elde edilen sonuca göre, döviz kurundaki %1'lik artış dış ticaret dengesini %1,27 oranında kötüleştirmektedir. Oysaki teorik olarak döviz kurunda meydana gelen artış ile ihracatta artış ve ithalatta düşüş meydana gelmesi; sonuç olarak da dış ticaret açığının azalması ve dış ticaret dengesinin iyileşmesi beklenir. Türkiye'de ihracatın ağırlıklı olarak ithal girdilere bağlı olması nedeniyle, döviz kurunda meydana gelen artışların ithal girdi fiyatlarını arttırarak ithalata bağımlı ihracat sektörlerini olumsuz etkilemesi hususunun bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin dış ticaret dengesinin sadece döviz kurunda meydana gelen değişimlere göre açıklanamayacağı, döviz kuru haricinde iç ve dış faktörlere bağlı olarak şekillenmekte olması sebebiyle elde edilen sonucun teori ile uyuşmadığı düşünülmektedir.
- İhraç malları fiyat endeksindeki bir artış veya ithal malları fiyat endeksindeki bir düşüşü ifade eden dış ticaret haddindeki artış ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin %5 anlamlılık düzeyinde ve negatif yönlü olduğu belirlenmiş olup, elde edilen sonucun teori ile uyumlu olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuca göre, dış ticaret haddinde %1'lik artış dış ticaret dengesini %4,2 oranında kötüleştirmektedir. Dış ticaret haddindeki bir artış, ülkenin ihraç mallarının nispi olarak pahalılaştığı, ithal mallarının da ucuzladığı anlamına gelir. Bu da ihracatın azalması ve ithalatın artması demektir. Sonuç, dış ticaret dengesinin kötüleşmesidir. Bununla birlikte, çeşitli nedenlerle böyle bir sonucun kesin olacağı iddia edilemez. Mesela ihracatçılar daha fazla mal satmak için fiyat kırabilirler; bu durumda yukarıda beklenen durum gerçekleşmez, yani dış ticaret dengesi kötüleşmez.
- Hatemi-J eşbütünleşme testi sonucunda kukla değişkenlerin istatistikî olarak anlamsız çıkması, 2008:08 ve 2013:03 tarihleri arasında dış ticaret dengesi üzerinde önemli değişimlerin yaşanmadığına işaret etmektedir.

5.6.4. Nedensellik Testleri

Modele dâhil edilen değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı, değişkenler arasında tek yönlü veya çift yönlü nedenselliğin olduğunu göstermemektedir. Burada, modele dâhil edilen değişkenlerin karşılıklı nedensellik ilişkileri analiz edilerek elde edilen sonuçlar

yorumlanmaktadır. İlk aşamada, değişkenler arasındaki simetrik nedensellik ilişkiler, Hacker ve Hatemi-J (2006)'ın geliştirmiş olduğu bootstrap yöntemine dayanan simetrik nedensellik testi ile araştırılmıştır. İkinci aşamada ise değişkenlere ait negatif ve pozitif bileşenler arasındaki ilişkiler Hatemi-J (2012)'nin geliştirdiği yine bootstrap yöntemine dayalı asimetrik nedensellik testi ile araştırılmıştır.

Hacker-Hatemi-J bootsrap nedensellik testi sonuçları Tablo 29'da gösterilmiştir.

Tablo 29. Hacker ve Hatemi-J Nedensellik Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	Kritik Değerler		
		%1	%5	%10
$\ln DTD \rightarrow \ln SK$	3.580***	7.060	4.069	2.853
$\ln SK \rightarrow \ln DTD$	1.860	7.554	4.409	3.127
$\ln DTD \rightarrow \ln DTH$	3.084	8.076	4.490	3.217
$\ln DTH \rightarrow \ln DTD$	0.810	7.423	4.392	3.062
$\ln DTD \rightarrow DK$	1.731	7.602	4.338	2.967
$DK \rightarrow \ln DTD$	2.873	9.760	5.682	4.063

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde birinci değişkenden ikincisine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Kritik değerler, bootstrap kullanılarak 10.000 yineleme ile elde edilmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre, sadece dış ticaret dengesinden (*DTD*) sendikasyon kredilerine (*SK*) doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Buna göre, dış ticaret dengesindeki değişimler sendikasyon kredilerinin nedeni iken, sendikasyon kredileri dış ticaret dengesi değişkenliğinin nedeni değildir. Dış ticaret dengesinde meydana gelen değişimler, sendikasyon kredisi kullanımında değişmelere sebep olmaktadır.

Pişkin (2016) tarafından yapılan çalışmada, sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu ve ihracattaki artışın sendikasyon kredilerine olan talebi arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuç Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinde elde ettiğimiz sonucu destekler niteliktedir.

Diğer değişkenler arasındaki ilişkilere bakıldığında ise, test istatistik değerlerinin bootstrap kritik değerlerden küçük olması sebebiyle tek yönlü veya çift yönlü herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmadığı sonucuna varılmaktadır. Test istatistik değerleri bootsrap kritik değerlerden küçük olduğu için, sendikasyon kredilerinden dış ticaret dengesine, dış ticaret

dengesinden dış ticaret haddine, dış ticaret haddinden dış ticaret dengesine, dış ticaret dengesinden döviz kuruna ve döviz kurundan dış ticaret dengesine doğru tek yönlü veya çift yönlü herhangi bir nedensellik bulunamamıştır.

Türkiye’de farklı dönemlerde uygulanmış olan farklı döviz kuru sistemleri altında, döviz kuru politikaları yoluyla dış ticaret dengesi sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak, döviz kuru politikalarına ilaveten dış ticaretin bileşenlerini oluşturan ithalat ve ihracatı etkileyen üretim düzeyi, vergi mekanizması, etkin kaynak kullanımı, sermaye girişi, maliyetler, faiz oranları, enflasyon gibi birçok faktörün de bulunması, söz konusu dengeyi etkilemek için sadece döviz kuru politikalarının kullanılamayacağı söylenebilir (Hepaktan ve diğerleri, 2011: 77).

Türkiye’de yapılmış olan devalüasyonların etkisine bakıldığında, kısa vadede ihracatı artırıcı ve dış ticaret dengesini iyileştirici etkileri olmakla birlikte, belirli bir süre sonra dış ticaret açıklarında tekrar bir yükselme olmaktadır. Türkiye’de ihracatın ağırlıklı olarak ithal girdilere bağlı olması nedeniyle, devalüasyonlar ithal girdi fiyatlarını arttırarak ithalata bağımlı ihracat sektörlerini olumsuz etkilemekte ve sonuç olarak kur etkisi zayıflamaktadır. Bu nedenle, döviz kurunda meydana gelen değişimler bazı yıllar için ihracat ve ithalatı açıklamada yetersiz kalmaktadır. Ayrıca fiyat politikası, uluslararası piyasaların yapısı, girdi maliyetleri, verimlilik, üretim kapasitesi gibi ihracat hacmine etkisi olan diğer faktörler de ihracat ile döviz kuru arasında bazı dönemlerde ilişki görülmemesinin nedenleridir (Karagöz ve Doğan, 2015:226).

Sonuç olarak, Türkiye ithalat veya ihracatı için sadece döviz kurunda meydana gelen değişimler açıklayıcı faktörler olmayıp, döviz kuru dışında farklı faktörler de ithalat ile ihracat üzerinde etkili olabilmektedir (Altın ve Süslü, 2017:110). Sadece ulusal paranın değerini düşürerek dış ticaret dengesini sürekli bir şekilde iyileştirmek mümkün değildir. Barışık ve Demircioğlu (2006), Aktaş (2010), Ay vd. (2009), Gül ve Ekinci (2006), Alptekin (2009), Terzi ve Zengin (1995), Sivri ve Usta (2001), Durusoy ve Tokatlıoğlu (1997) yapmış oldukları çalışmalarında, döviz kurunun dış ticaret dengesini sağlamada etkin ve etkili olmadığına ilişkin tespitlerde bulunmuşlardır.

Daha önce, Terzi ve Zengin (1995), Wilson (2001), Kızıltan ve Cığırlioğlu (2008), Hepaktan ve diğerleri (2011), Rose ve Yellen (1989), Karagöz ve Doğan (2015) ve Acharyya (1994) tarafından yapılan çalışmalarda da dış ticaret dengesi ile döviz kuru arasında nedensellik ilişkisi bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, çalışmamızda elde edilen sonuçlar literatür ile uyumludur.

Dış ticaret haddi, bir ülkenin satın aldığı ve sattığı malların fiyatlarındaki değişmeler sonucu ülkenin dış ticarettten olumlu ya da olumsuz etkilediğini gösteren bir kavramdır. Yukarıda yer alan eşbütünleşme analizinde dış ticaret haddi ile dış ticaret dengesi arasında uzun dönemde bir ilişki bulunmuş olmakla ve dış ticaret haddi ile dış ticaret dengesi arasında nedensellik ilişkisi tespit edilen çalışmalar mevcut olmakla birlikte, yapmış olduğumuz nedensellik testi neticesinde dış ticaret dengesinden dış ticaret haddine, dış ticaret haddinden dış ticaret dengesine doğru tek yönlü veya çift yönlü herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Böyle sonuçlar ampirik analizlerde her zaman rastlanabilecek sonuçlardır. Dış ticaret haddi formülünün pay ve paydasında yer alan ihracat malları fiyat endeksi ile ithal malları fiyat endeksini, ayrıca ihracat-ithalat farkı olan dış ticaret dengesini belirleyen birçok faktör bulunduğundan, bu ikisi arasında net bir ilişkinin tespit edilememesi gayet normaldir.

Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi, yerli paraya göre ithal malı fiyatlarını arttırır, bu durum da dış ticaret haddi formülünün paydasında bir artışa sebep olur. Diğer taraftan ulusal paranın değer kaybı, yabancı paraya göre ihracat fiyatlarını düşürür, bu durum dış ticaret haddi formülünün payında bir azalmaya neden olur. Sonuç olarak, ulusal paranın değer kaybetmesi şeklindeki bir döviz kuru değişikliği karşısında dış ticaret haddinin azalacağı (kötüleceği) söylenebilir. Ancak, ulusal para değer kaybettiği için sattıkları mallara talebin arttığı ihracatçılar ihracat fiyatlarını artırabilirler, bu artış dış ticaret haddi formülünün payında bir artışa sebep olur. Bütün bunların önceden öngörülmesi mümkün olmadığından, ticaret hadlerindeki değişimin hangi yönde olacağını bilmeye imkân yoktur. Eğer dış ticaret hadleri döviz kurunun değişmesi ile etkilenemiyorsa, onun pay ve paydası yani ihracat fiyatları ve ithalat fiyatları da değiştirilemez veya aynı oran tarafından aynı yönde değiştirilebilirler (Gülbüz ve Çekerol, 2002:41). Böyle bir durumda dış ticaret haddi ile dış ticaret dengesi arasında bir ilişki belirlenmesi mümkün olmayabilir.

Zortuk ve Durman (2008), çalışmalarında, dış ticaret hadleri ile dış ticaret dengesi arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı ve nedensellik ilişkisi bulunmadığı sonucuna varmışlardır. Sen ve Turnovsky (1988) ise, dış ticaret hadleri ile dış ticaret dengesi arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmadığı ve dış ticaret hadlerindeki geçici ve sürekli şokların dış ticaret dengesine etkisinin belirsiz olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar, nedensellik testimizde elde edilen sonuçları destekler niteliktedir.

Nedensellik analizi için geliştirilen testlerde iki zaman serisi arasındaki bağlantının ölçülmesinde pozitif ve negatif şoklara ait etkinin aynı olduğu hipotezinden hareket edilir. Asimetrik nedensellik testlerinde ise, görünüşte ilişkili olmayan iki zaman serisi arasında

esasen *gizli bir ilişki* olabilir ve bu ilişki de ancak öğeler arasındaki asimetrinin dikkate alınmasıyla ortaya çıkarılabilir.

Buna göre, değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olmadığında, değişkenlerin pozitif ve negatif değişimleri arasında bir nedenselliğin olup olmadığı, asimetri dikkate alınarak araştırılabilir. Bu nedenle, bu aşamadan itibaren analizimize asimetrik (saklı) nedensellik ilişkisinin araştırılması ile devam ediyoruz.

Bu araştırmanın sonuçları Tablo 30’da görülmektedir.

Tablo 30. Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Testi Sonuçları

	T ist	%1	%5	%10
$\ln DTD^+ \rightarrow \ln SK^+$	0.797	8.900	4.133	2.674
$\ln SK^+ \rightarrow \ln DTD^+$	0.181	8.028	3.804	2.569
$\ln DTD^+ \rightarrow \ln DTH^+$	0.462	7.923	3.806	2.626
$\ln DTH^+ \rightarrow \ln DTD^+$	0.699	7.579	3.760	2.599
$\ln DTD^+ \rightarrow DK^+$	26.945*	16.011	8.989	6.578
$DK^+ \rightarrow \ln DTD^+$	8.672**	14.376	8.342	6.353
$\ln DTD^- \rightarrow \ln SK^-$	0.014	8.059	4.028	2.606
$\ln SK^- \rightarrow \ln DTD^-$	0.755	7.621	3.872	2.630
$\ln DTD^- \rightarrow \ln DTH^-$	0.719	7.986	3.883	2.619
$\ln DTH^- \rightarrow \ln DTD^-$	0.007	7.238	3.871	2.546
$\ln DTD^- \rightarrow DK^-$	1.961	14.710	6.522	4.421
$DK^- \rightarrow \ln DTD^-$	4.113	14.583	6.655	4.602

Not: $\rightarrow$ notasyonu nedenselliğin olmadığı sıfır hipotezini göstermektedir. *, ** ve *** değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisini göstermektedir. Bootstrap sayısı 10.000’dir.

Tablo 30’daki sonuçlara göre, dış ticaret dengesine yönelik pozitif şoklardan döviz kuruna yönelik pozitif şoklara doğru %1 anlamlılık düzeyinde asimetrik nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Döviz kuruna (DK) yönelik pozitif şoklardan (pozitif şok= pozitif değişme,

artış) dış ticaret dengesine ($\ln DTD$) yönelik pozitif şoklara doğru ise %5 anlamlılık düzeyinde asimetrik nedensellik ilişkisi görülmüştür. Başka bir deyişle, DK ile $\ln DTD$ değişkenlerinin pozitif şokları arasında çift yönlü nedensellik olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgulara göre, pozitif bileşenlerde³ dış ticaret dengesi döviz kuru değişkenliğinin nedeni iken, döviz kuru da dış ticaret dengesi değişkenliğinin nedenidir. Yani, bir ülkede dış ticaretin temel bileşenlerindeki değişimler döviz kurunu etkilerken, döviz kurundaki değişimler de ülkenin dış ticaret dengesini etkilemektedir. Dış ticaretin fazla vermesi durumunda döviz arzının döviz talebinden fazla olması sebebiyle döviz kuru düşer; dış ticaretin açık vermesi durumunda ise döviz talebi döviz arzından fazla olacağından döviz kuru artar. Yani, dış ticaretteki değişiklikler, döviz kurlarının yükselmesine veya düşmesine sebep olur (Erçevik, 2011:16). Diğer yandan, döviz kurunda meydana gelen artışlar ulusal paranın değerini yabancı para karşısında düşürecek, yurtiçinde üretilen malların değeri diğer ülkeler için nispi olarak ucuzlayacak ve bunun sonucunda ihracatta artış meydana gelecektir. Ulusal paranın değer kaybetmesi ile ithal edilen malların fiyatı nispi olarak artacak ve ithalatta azalmalar meydana gelecektir (Değer ve Demir, 2015:8). Politika yürütücülerince uygulanmaya çalışılan denetimli döviz kuru politikasınca, döviz kuru yüksek bir bant aralığında tutularak ülkenin ihraç malları fiyatlarının yabancı mallar karşısında ucuzlatılması ve böylelikle dış ticaretteki dengesizlerin giderilmesi amaçlanmaktadır. Bu sonuçlar, dış ticaret dengesini sağlamada döviz kurunun etkili bir şekilde kullanılabileceğini göstermektedir (Demirtaş, 2014:101).

Hacker ve Hatemi-J (2004), Bahmani-Oskooee ve Ratha (2004), Lin (1997), Narayan (2006), Tandon (2014), Kılıç, Özbek ve Çifçi (2018) tarafından yapılan çalışmalarda da dış ticaret dengesi ile döviz kuru arasında nedensellik ilişkisi bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, çalışmamızda elde edilen sonuçlar literatür ile uyumludur.

Nedensellik analizleri sonucunda, Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinde Dış Ticaret Dengesinden (DTD) Sendikasyon Kredilerine (SK) doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi yakalanmış iken, diğer değişkenler arasında tek veya çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunamamış; ikinci aşamada değişkenlerin Hatemi-J asimetrik nedensellik testi ile saklı bir nedensellik ilişkisinin olup olmadığı incelendiğinde ise, Hatemi-J asimetrik testinde sadece dış ticaret dengesine yönelik pozitif şoklardan döviz kuruna yönelik pozitif şoklara ve döviz kuruna

³ Asimetrik nedensellik testlerinde, analize dahil edilen serilerin doğal halleri yerine *pozitif ve negatif bileşenlerine* ayrılması şeklinde bir yol izlenerek analiz gerçekleştirilmekte ve değişkenlerin birbirlerini etkileme yönlerinin tespiti yapılmaktadır. Elde edilen bulgulara göre, sadece pozitif bileşenlerde DTD ile DK arasında çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

yönelik pozitif şoklardan dış ticaret dengesine yönelik pozitif şoklara doğru çift yönlü asimetrik nedensellik ilişkisi görülmüş, diğer değişkenler arasında asimetrik nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Literatür incelemesinde, birbirini desteklemeyen benzer durumdaki nedensellik testlerine de rastlanmıştır. Bunlardan birkaçı aşağıda özetlenmiştir.

Karagöl ve Kırca (2018), cari işlemler dengesi/gayrisafi yurtiçi hâsıla ve petrol fiyatı değişkenleri, Hacker ve Hatemi-J (2006) simetrik nedensellik testi ve Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testi kullanılarak analiz edilmiştir. Simetrik ile asimetrik ilişkilere ait sonuçların birbirlerinden önemli derecede farklılıklar içerdikleri tespit edilmiştir.

Emeç ve Yarbaşı (2018), Türkiye'nin ticari açıklığı ile enerji tüketimi arasındaki simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisine dair yapılan simetrik Toda-Yamamoto nedensellik testine göre, hem ticari dışa açıklıktan enerji tüketimine hem de enerji tüketiminden ticari açıklığa çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Hatemi-J asimetrik nedensellik testi sonuçlarına göre ise ticari dışa açıklık ile enerji tüketimi arasında herhangi bir asimetrik nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Bağdigen ve Beşer (2009), Türkiye'de ekonomik büyüme ile kamu harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik testine ilaveten, Hsiao (1979) ve Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen nedensellik yöntemleri ile analiz edilmiş, uygulanan nedensellik testleri sonucu elde edilen ampirik bulgularda, biri hariç diğer tüm modeller için kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

5.6.5. Zamanla Değişen Nedensellik Testleri

Balcılar vd. (2010)'da “residual-based bootstrap” tekniğine dayalı “corrected likelihood ratio” (LR) nedensellik testi uygulanmıştır. Bu çalışmada değişkenler arasındaki ilişkiyi ayrıntılı olarak incelemek amacıyla nedenselliği aylık periyotlar ile ele alan literatürde nispeten yeni olan, zaman periyodunu bütünü için değil alt dönemler içinde analiz eden, bootstrap kayan pencereler nedensellik testinden faydalanılmıştır ki, bu analiz ayrı ayrı sonuç verebilmesi bakımından nispeten güçlü sayılmaktadır.

Bir ekonomide yaşanan siyasi ya da ekonomik bir şok pek çok makroekonomik faktörü etkilemekte ve bu etkinin süresi zamana bağlı olarak değişebilmektedir. Zamanla değişen nedensellik testinin kullanılması hem değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin zamanlar arası değişimine odaklanmakta, hem de değişkenler arasında süregelen nedensellik ilişkisinin istikrar düzeyi hakkında bilgi vermektedir (Bölükbaş, 2018, 10).

Zamanla değişen nedensellik testi, Hacker ve Hatemi-J (2006) tarafından geliştirilen bootstrap temelli Toda-Yamamoto nedensellik testine dayanır. Hacker ve Hatemi-J (2006) bu problem için bootstrap yöntemini önerir ve bu yöntem bootstrap temelli Toda-Yamamoto nedensellik testi olarak adlandırılır. Zamanla değişen nedensellik testi de bu yaklaşımın her alt döneme uygulanan biçimi olarak değerlendirilir.

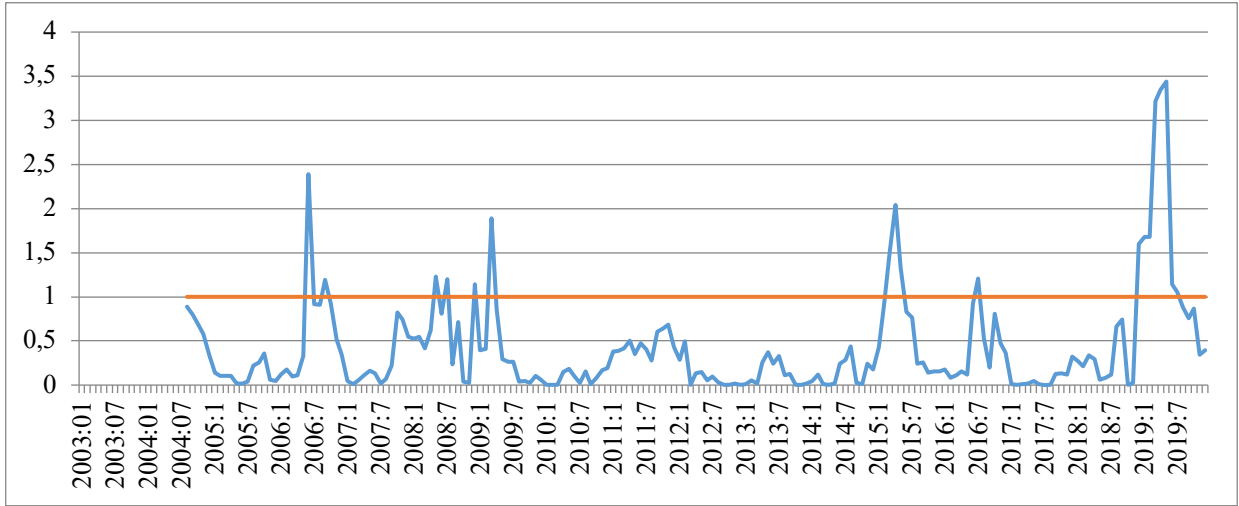
Zamanla değişen nedensellik analizi ile nedensellik ilişkisinin istikrarlılığı test edilebilmektedir (Yılancı ve Bozoklu, 2014, 211-212).

Zamanla değişen nedensellik testi, incelenen dönemin kapsadığı alt dönemler için uygulanmaktadır. Bu sebeple, incelenen dönemin alt dönemlerine ait aralık olan pencere sayısının belirlenmesi önemlidir (Gül ve Torusdağ, 2020: 2993). Testin uygulanacağı dönem 16'şar yıllık alt dönemlere ayrılarak her bir alt döneme nedensellik analizi uygulanmıştır.

Bu nedensellik ilişkisinin zaman boyutuyla da ele alınması, nedenselliğin zamanla değişip değişmediğinin incelenmesi açısından yarar sağlamaktadır. Bu nedenle Tez çalışmamızda zamanla değişen nedensellik testine yer verilmiştir.

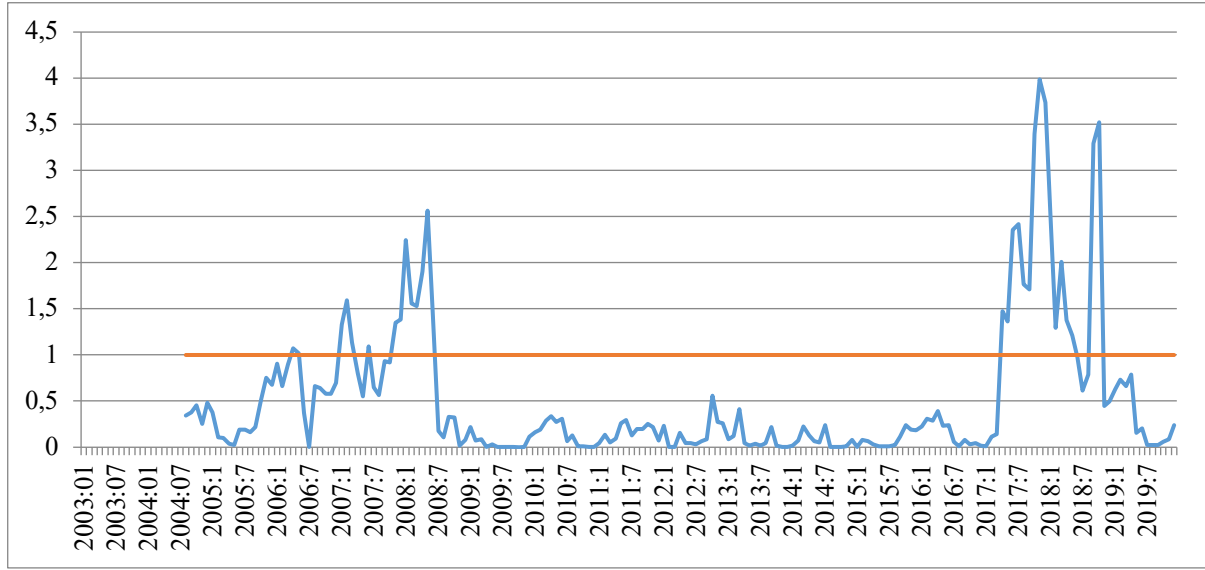
Zamanla değişen nedensellik testi sonuçları aşağıdaki şekillerde görülmektedir. Bundan önceki testlerde zaman ayrımı söz konusu olmamıştır. Bu test aracılığıyla değişkenler arasındaki nedenselliğin hangi dönemlerde görüldüğü tespit edilmiştir. Şekillerde, grafiğin birin (1) üzerinde kalan kısmına karşılık gelen dönemlerde nedensellik ilişkisinin var olduğuna karar verilmektedir. Şekillerde yer alan mavi çizgiler dönemsel olarak hesaplanan test istatistik değerini gösterirken, turuncu düz çizgi ise teste ait kritik değeri temsil etmektedir. Turuncu çizginin üstündeki mavi çizgilerle belirtilen tarihlerde değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olduğu söylenir.

Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinde; sadece dış ticaret dengesinden sendikasyon kredilerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiş iken, diğer değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Hatemi-J asimetric nedensellik testinde ise, sadece dış ticaret dengesi ile döviz kuru arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiş, ancak diğer değişkenlere ait şoklar arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Analiz sonuçlarına göre, incelenen dönemin tamamı için değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi olamamasına rağmen, zamanla değişen nedensellik analizi sonuçlarına göre farklı dönemlerde nedensellik ilişkilerinin olduğu görülmektedir. Şekil 11-12-13-14-15-16'de yer alan sonuçlara göre alt dönemlerde değişkenler arasında zamanla değişen nedensellik ilişkileri görülmektedir.



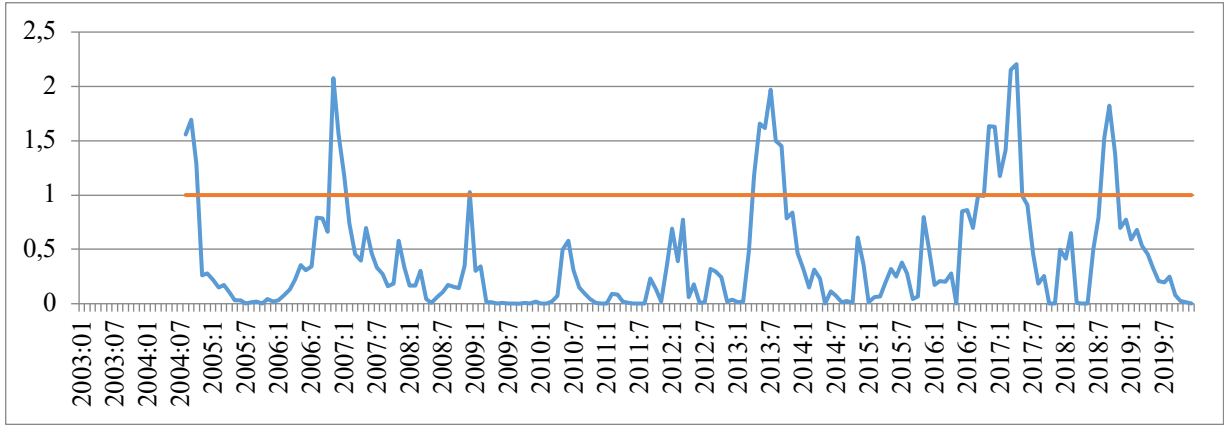
Şekil 11. Sendikasyon Kredilerinden Dış Ticaret Dengesine

Şekil 11’de görüldüğü üzere, *1 değerin üzerinde olan dönemlerde*, yani 2006, 2008, 2009, 2015, 2016 ve 2019 yıllarının belirli aylarında %10 anlamlılık düzeyinde sendikasyon kredilerinden dış ticaret dengesine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. 2006 yılının sendikasyon kredilerinin hacim, para cinsi, borç açılış tarihleri ve kredi alan bankalar açısından önceki yıla benzer bir artış seyri göstermiş olduğu ve sendikasyon kredisi borçlanmalarında uzun vadenin tercih edilmiş olduğu görülmektedir. 2009 yılı, 2008 küresel krizin etkisi ile küresel çapta sendikasyon kredileri miktarının azaldığı ve şartların sıkılaştığı bir yıl olmuştur. 2015 yılında sendikasyon kredileri, önceki yıla göre artış göstermiştir. 2019 yılında ise sendikasyon kredileri, dış finansman ihtiyacındaki azalmaya bağlı olarak %80 civarında yenilenmiş ve 2018 yılına göre azalma yaşanan bir yıl olmuştur. Belirtilen dönemler itibarıyla sendikasyon kredilerinde meydana gelen değişimler ile dış ticaret dengesinde meydana gelen değişimler arasında nedensellik ilişkisi meydana geldiği sonucu çıkarılmaktadır.



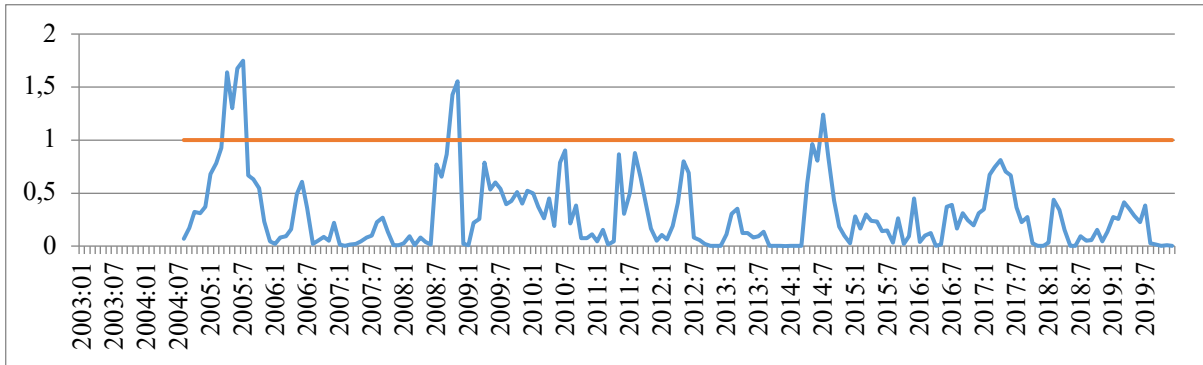
Şekil 12. Dış Ticaret Dengesinden Sendikasyon Kredilerine

Şekil 12’de 1 değerinin üzerinde olan dönemlerde %10 anlamlılık düzeyinde 2007, 2008, 2017, 2018 yıllarının belirli aylarında dış ticaret dengesinden sendikasyon kredilerine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. 2007 yılı hem ihracat hem de ithalat verilerinde artış yaşanan bir yıl iken 2008 küresel krizi etkisiyle, 2008 yılında ihracat ve ithalatta düşüş (dış ticaret dengesinde kötüleşme yaşanan) yaşanmıştır. 2017 yılı ihracat ve ithalatta artış (ihracattaki artışın ithalattaki artıştan göreceli olarak daha düşük olduğu, dolayısıyla dış ticaret dengesinin kötüleştiği) yaşanan bir yıl olmuştur. 2018 yılı ise ihracatta artış, ithalatta düşüş (dış ticaret dengesinde iyileşme görülen) yaşanmıştır. Dış ticaretin bileşenini oluşturan ihracat ve ithalatta meydana gelen bu değişimler, sendikasyon kredilerine olan talepte paralel yönde değişmeye (2008’de düşüş, 2017’de artış, 2018’de düşüşe) sebep olmuştur. Hacker ve Hatemi-J simetrik nedensellik testleri sonucunda da dış ticaret dengesinden sendikasyon kredilerine doğru tek yönlü nedensellik olduğu, dış ticaret dengesinde meydana gelen değişimlerin sendikasyon kredilerinde değişimlere sebep olduğu sonucu elde edilmiş olup, zamanla değişen nedensellik testi ile nedensellik ilişkisinin gerçekleştiği dönemler gösterilmiştir.



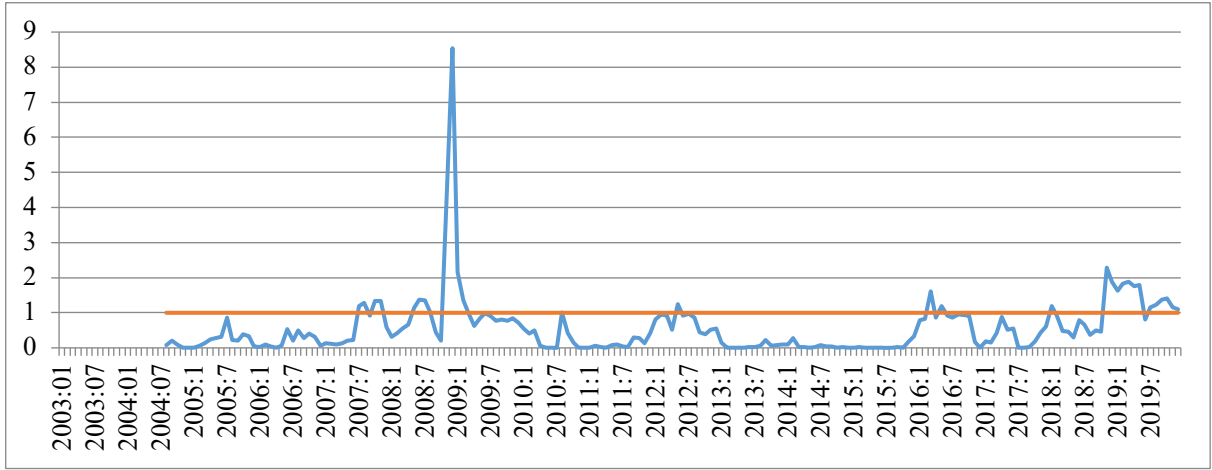
Şekil 13. Dış Ticaret Haddinden Dış Ticaret Dengesine

Şekil 13'te 1 değerinin üzerinde olan dönemlerde %10 anlamlılık düzeyinde 2004, 2007, 2009, 2013, 2016, 2017, 2018 yıllarının belirli aylarında dış ticaret haddinden dış ticaret dengesine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Belirtilen dönemler itibariyle, dış ticaret haddinde meydana gelen değişmelerin dış ticaret dengesinde değişmeler meydana getirdiği; yani dış ticaret haddinde meydana gelen meydana gelen bir iyileşmenin (kötüleşmenin), dış ticaret dengesinde kötüleşmeye (iyileşmeye) neden olduğu görülmektedir.



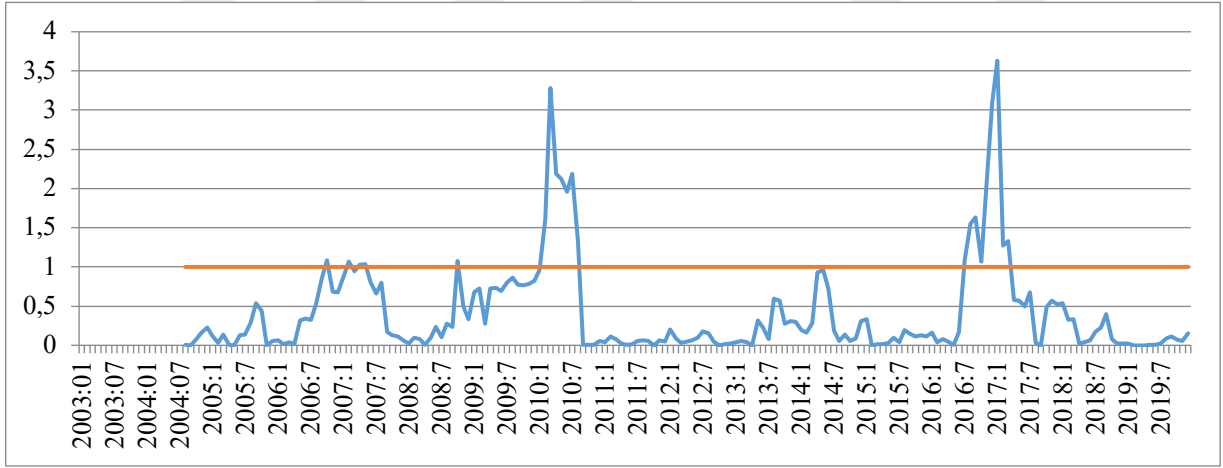
Şekil 14. Dış Ticaret Dengesinden Dış Ticaret Haddine

Şekil 14'te, 1 değerinin üzerinde olan dönemlerde %10 anlamlılık düzeyinde 2005, 2008, 2014 yıllarının belirli aylarında dış ticaret dengesinden dış ticaret haddine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Belirtilen dönemler itibariyle, dış ticaret dengesinde meydana gelen değişmelerin dış ticaret haddinde değişmeler meydana getirdiği sonucuna varılmaktadır.



Şekil 15. Döviz Kurundan Dış Ticaret Dengesine

Şekil 15'te, *1 değerinin üzerinde olan dönemlerde* %10 anlamlılık düzeyinde 2007, 2008, 2009, 2012, 2016, 2018 ve 2019 yıllarının belirli aylarında döviz kurundan dış ticaret dengesine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Belirtilen dönemler içerisinde nedensellik ilişkisinin en yüksek görüldüğü, 2009 yılında döviz kurunda artış ve dış ticaret dengesinde iyileşme yaşandığı görülmektedir.



Şekil 16. Dış Ticaret Dengesinden Döviz Kuruna

Şekil 16'da *1 değerinin üzerinde olan dönemlerde* %10 anlamlılık düzeyinde 2006, 2007, 2008, 2010, 2016, 2017 yıllarının belirli aylarında dış ticaret dengesinden döviz kuruna doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Dış ticaret dengesinde meydana gelen değişmelerin döviz kurunda belirtilen dönemler itibariyle değişmeler meydana getirdiği sonucuna varılmaktadır.

ALTINCI BÖLÜM SONUÇ VE ÖNERİLER

1960'lı yıllarda Avrupa'da Eurodollar piyasalarının ortaya çıkması, 1970'lerin başlarındaki petrol şoku, piyasalarda ortaya çıkan ödeme sorunları ve Latin Amerika finansal krizleri; 1980'li yılların sonunda ABD'deki kurumsal firmaların piyasalara artan ilgisi ve kredi taleplerinin artması ile farklı bir borçlu yapısına kavuşmaları ve nihayet 1990'ların ortamı son birkaç on yılda sendikasyon kredisi piyasalarını şekillendiren en etkili ekonomik ve finansal faktörler olmuştur. Sendikasyon kredileri, 2008 küresel kriz yılları haricinde artış trendini sürdürmeye devam etmiştir.

Türkiye'de sendikasyon kredileri, finansal serbestleşme girişimleri kapsamında yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı 1980 sonrası dönemde yaygınlaşmaya başlamıştır. 1980 öncesi dönemde Türkiye'nin dış borçlanma geçmişi yabancı devletler ve uluslararası kuruluşlardan alınan hibe ve krediler ile başlamış, 1980'li yıllar sendikasyon kredilerinde devlet ağırlığının yoğun olarak hissedildiği bir dönem olmuş ve bu çerçevede kamu kuruluşları transfer harcamalarını ve özel projelerini finanse etmek amacıyla sendikasyon kredisi anlaşmalarına imza atmışlardır. 1990'lı yıllara gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında ortaya çıkan savaş ve krizler damgasını vurmuş, 1990-1999 dönemi Türkiye sendikasyon kredisi piyasasında devlet ağırlığının devam ettiği bir dönem olmuştur. 2000'li yıllara iki yeni kriz ile başlayan Türkiye'de ortaya çıkan durum, birçok alanda olduğu gibi sendikasyon kredilerini de olumsuz etkilemiş, 2004 yılından önce başlayan ve hızlı bir şekilde artan sendikasyon kredileri, 2008'de yaşanan küresel krizin yaratmış olduğu likidite sorunundan kaynaklanan hafif bir kırılma ve daralmadan sonra tekrar yükselişe geçerek 2014 yılı öncesinde istikrara kavuşmuş ve durağan bir seyir izlemeye devam etmiştir.

Sendikasyon, bankaların kaynaklarını bir araya getirmelerine, riskleri paylaşmalarına veya yaymalarına imkân veren; kredi tahsis eden birden fazla kurumun toplanarak eş hükümler ve koşullar ile ortak ajan ve dokümanların kullanılmasıyla kredi talep eden tek bir tarafa büyük miktarda fon sağladığı bir kredi türüdür.

Sendikasyon kredileri, yalnız bir bankanın kredi portföyüne dâhil edebileceği ölçüde küçük ölçüdeki krediler için uygun değildir. Kredi gereksiniminin, bankanın kredi verebilme sınırını aşan tutara ulaşması durumunda veya bu sınıra varılmamış olması durumunda dahi, sorumluluğuna alacağı riski dağıtmak amacıyla olan banka, bu krediyi temin etmek için krediye dâhil olacak başka bankalar arar. İşlem birden fazla kreditörü içerir; her bir kredi veren, toplam kredi tutarının kendisine ait kısmını farklı ve ayrılabilir bir sorumlulukla ödeyeceğine

dair taahhütte bulunur. Her bir kreditörün sorumluluğu, kredinin belli bir tutarının, belirli bir yüzdesine kadardır. Sendikasyon katılımcılarının, diğer katılımcıların sorumluluklarını yerine getirmemeleri durumunda hukukî açıdan yükümlülükleri bulunmaz. Yani, borç vermekten doğan risk kreditörler arasında dağıtılır. Sendikasyon kredisi, her ne kadar farklı kreditörlerin farklılaşan sorumluluklarını kapsasa da müşterek bir sözleşme ve tek bir doküman çerçevesinde düzenlenir.

Türkiye’de sendikasyon kredileri genellikle bankalar tarafından kullanılmakta olup, dış ticaretin finanse edilmesi amacını taşır. Bu bakımdan, Türkiye’nin dış ticareti ile Türk bankalarınca kullanılan sendikasyon kredileri arasında doğrudan bir bağlantı beklenmelidir. Bu kapsamda, Türkiye ekonomisi için, 2003 Ocak – 2019 Aralık dönemini içeren aylık veriler kullanılarak, sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişki incelenmiştir. Zaman serisi analizi, dış ticaret dengesi (dış ticareti temsilen) bağımlı değişken, sendikasyon kredileri, döviz kuru ve dış ticaret haddi bağımsız değişkenleri kullanılarak yapılmıştır.

Analizlerde kullanılan değişkenler arasındaki ilişkinin doğru ve sağlıklı çıkması için öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenler için birim kök testi uygulanmış, testler sonucunda değişkenlerin düzeyde durağan olmadığı, farkta durağanlaştığı tespit edilmiştir. Durağanlaşma işleminin devamında, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin olup olmadığının test edilmesi için Engle Granger ve Hatemi-J eşbütünleşme testleri yapılmış, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir.

Dinamik Olağan En Küçük Kareler Tahmincisi (Dynamic Ordinary Least Squares, DOLS) ile değişkenlerin uzun dönem eşbütünleşme katsayılarına bakılmış ve şu sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye’nin *dış ticaret dengesi ile sendikasyon kredileri* arasında %10 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Türkiye’nin sendikasyon kredileri kullanımındaki %1’lik artış dış ticaret dengesini %0,62 oranında iyileştirmektedir.

Döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasında ilişkinin %1 seviyesinde anlamlı ve negatif yönlü olduğu belirlenmiş olup, elde edilen sonucun teori ile uyumlu olmadığı görülmektedir. Türkiye’de ihracatın ağırlıklı olarak ithal girdilere bağlı olması nedeniyle, döviz kurunda meydana gelen artışların ithal girdi fiyatlarını arttırarak ithalata bağımlı ihracat sektörlerini olumsuz etkilemesi hususunun bu sonucun elde edilmesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca Türkiye’nin dış ticaret dengesinin sadece döviz kurunda meydana gelen değişimlere göre açıklanamayacağı, döviz kuru haricinde iç ve dış faktörlere bağlı olarak şekillenmekte olması sebebiyle elde edilen sonucun teori ile uyuşmadığı düşünülmektedir.

İhraç malları fiyat endeksindeki bir artış veya ithal malları fiyat endeksindeki bir düşüşü ifade eden *dış ticaret haddi* ile *dış ticaret dengesi* arasındaki ilişkinin %5 anlamlılık düzeyinde ve negatif yönlü olduğu belirlenmiş olup, elde edilen sonucun teori ile uyumlu olduğu görülmektedir. Dış ticaret haddindeki bir artış, ülkenin ihraç mallarının nispi olarak pahalılaştığı, ithal mallarının da ucuzladığı anlamına gelir. Bu da ihracatın azalması ve ithalatın artması demektir. Sonuç, dış ticaret dengesinin kötüleşmesidir. Bununla birlikte, çeşitli nedenlerle böyle bir sonuç kesin değildir. Mesela eğer ihracatçılar daha fazla mal satmak için fiyat kırarlarsa, yukarıda beklenen durum gerçekleşmez, yani dış ticaret dengesi kötüleşmez.

Eşbütünleşme testi ile tespit edilen değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı, değişkenler arasında tek yönlü veya çift yönlü nedenselliğin olduğunu göstermemektedir. Bu bilginin elde edilmesi, uygulanan nedensellik testleri ile mümkün olmuştur. İlk aşamada, değişkenler arasındaki simetrik nedensellik ilişkiler, Hacker ve Hatemi-J (2006)'ın geliştirmiş olduğu bootstrap yöntemine dayanan simetrik nedensellik testi ile araştırılmıştır. İkinci aşamada ise değişkenlere ait negatif ve pozitif bileşenleri arasındaki ilişkiler Hatemi-J (2012)'nin geliştirdiği yine bootstrap yöntemine dayalı asimetrik nedensellik testi ile araştırılmıştır. Son olarak, Hatemi-J (2012) tarafından geliştirilen simetrik nedensellik testinin zamanla değişen biçimi olarak literatüre kazandırılan zamanla değişen nedensellik testi ile nedensellik ilişkisinin istikrarlılığı test edilmiştir.

Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinden elde edilen sonuçlara göre, dış ticaret dengesinden sendikasyon kredilerine doğru tek yönlü bir nedensellik vardır. Buradan, dış ticaret dengesinin sağlanması noktasında bankacılık sektörünün sendikasyon kredileri ile finansman ihtiyacında artış yaşandığı sonucu çıkarılabilir. Böylelikle, bankalar, uluslararası finansal piyasalardan sendikasyon kredileri ile elde ettikleri kaynakları müşterilerine kullanarak dış ticaretin finansmanı ihtiyacındaki artışı karşılayarak, bu yeni fonları ülke ekonomisine kazandırmış olmaktadır. Pişkin (2016) tarafından yapılan çalışmada, sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasında ilişki katsayısının pozitif olduğu ve ihracattaki artışın sendikasyon kredilerine olan talebi arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuç, Hacker ve Hatemi-J nedensellik testinde elde ettiğimiz sonucu destekler niteliktedir.

Diğer değişkenler arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, tek yönlü veya çift yönlü herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmadığı tespit edilmiştir. Döviz kuru politikalarına ilaveten dış ticaretin bileşenlerini oluşturan ithalat ve ihracatı etkileyen üretim düzeyi, vergi mekanizması, etkin kaynak kullanımı, sermaye girişi, maliyetler, faiz oranları, enflasyon, fiyat politikası, uluslararası piyasaların yapısı, girdi maliyetleri, verimlilik, üretim kapasitesi gibi

pekçok faktör söz konusudur. Türkiye ithalat veya ihracatı için sadece döviz kurunda meydana gelen değişimler açıklayıcı faktörler olmayıp, döviz kuru dışında farklı nedenler de ithalat ile ihracat üzerinde etkili olabilecek hususlar olarak dikkate alınması gerektiği düşünülmektedir. İlgili kısımda da belirtildiği gibi, bazı çalışmalarda da dış ticaret dengesi ile döviz kuru arasında nedensellik ilişkisi bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, çalışmamızda elde edilen sonuçlar literatür ile uyumludur. Türkiye'nin dışa bağımlı bir ekonomiye sahip olması ve Türkiye'de döviz kuru politikaları uygulamaları ile dış ticaret haddindeki değişmelerin, dış ticaret dengesini sağlamada, tek başına yeterli olmaması, diğer politikalar ile birlikte uygulanması hususlarının elde edilen sonuçlar üzerinde etkili olduğu ve tüm bu hususların birlikte göz önünde bulundurulması gerektiği düşünülmektedir.

Hatemi-J asimetric nedensellik testinden elde edilen ampirik bulgulara göre, dış ticaret dengesi ile döviz kurunun pozitif bileşenleri arasında çift yönlü nedensellik vardır. Elde edilen bulgulara göre, pozitif bileşenlerde dış ticaret dengesi döviz kuru değişkenliğinin nedeni iken, döviz kuru da dış ticaret dengesi değişkenliğinin nedenidir. Diğer değişkenlerle ilgili şoklar arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Hacker ve Hatemi-J (2004), Bahmani-Oskooee ve Ratha (2004), Lin (1997), Narayan (2006), Tandon (2014), Kılıç, Özbek ve Çifçi (2018) tarafından yapılan çalışmalarda da dış ticaret dengesi ile döviz kuru arasında nedensellik ilişkisi bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, çalışmamızda elde edilen sonuçlar literatür ile uyumludur.

Analiz sonuçlarına göre incelenen dönemin tamamı için değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi olmamasına rağmen, zamanla değişen nedensellik analizi sonuçlarına göre farklı dönemlerde farklı yönlerde nedensellik ilişkilerinin olduğu tespit edilmiştir.

Bankalar için en önemli kaynak mevduat olmakla birlikte, tahvil ve bono, para ve sermaye piyasalarından sağlanan fonlar (TCMB piyasası, BİST borçlanma araçları, Takasbank para piyasası ve ikincil piyasalardan sağlanan fonlar), bankalar arası döviz piyasası, Türk Eximbank Kredileri ve varlığa dayalı menkul kıymetler, sendikasyon kredileri ve seküritizasyon kredileri Türk Bankacılık sektörünün diğer fon kaynaklarıdır. Yurtdışından sağlanan krediler olarak bankaların mevduata alternatif olarak başvurduğu önemli yurtdışı finansman kaynaklarından olan sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörü toplam bilanço büyüklüğü içerisindeki payı incelendiğinde, sınırlı bir yere sahip olduğu görülmektedir (2006 yılında %3,5 ile en yüksek noktaya çıkmış, 2009 yılında %1,3 ile en düşük seviyeyi görmüştür). Bankacılık sektörü toplam dış kaynakları ile sendikasyon kredilerinin karşılaştırması yapıldığında ise, 2003-2019 yılları arasında sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörünün

toplam dış kaynakları içerisindeki payının %1,5 ile %4 arasında; Türk bankacılık sektörünün yabancı fon kaynakları içerisindeki payının %4,2 ile %9,3 arasında değişmekte olduğu görülmektedir. Thomson Reuters raporlarına göre, Türkiye, uluslararası sendikasyon kredi pazarında, 2009-2019 dönemine ait grafiklerden de görüleceği üzere, hiçbir zaman %1 seviyesinde pay yüzdesine yaklaşamamış olup, Türkiye'nin dünya sendikasyon kredi pazarında ulaşabildiği en yüksek oranın sadece binde 5 ile 2010 yılında gerçekleşmiş olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin ekonomik büyümesinde vazgeçilmez bir kaynak olan ve yabancı para sermaye girişine önemli katkı sağlayan bir enstrüman olan sendikasyon kredileri, Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar için önemli bir yabancı fon kaynağıdır. Bu duruma rağmen, TCMB raporlarında “bankacılık sektörü bilanço büyüklüğü”, “bankacılık sektörü toplam dış kaynaklar” ve “bankacılık sektörü yabancı fon kaynakları” içerisinde sendikasyon kredileri payının sınırlı bir seviyede olduğu görülmektedir. Bu durumun, yapılan nedensellik testlerinde “sendikasyon kredilerinden dış ticaret dengesine doğru nedensellik ilişkisinin tespit edilememesi” sonucunun elde edilmesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Sendikasyon kredisi piyasasının Türkiye'de tam olarak hayata geçirilmesi ve ekonomide sahip olduğu potansiyelin değerlendirilmesiyle, bu kredilerin Türk bankaları aracılığıyla ülke ekonomisinin geliştirilmesi ve büyütülmesinde büyük katkıları olacaktır. Sendikasyon kredilerinin artırılmasına yönelik gerekli yasal düzenlemelerin hayata geçirilmesi sağlanmalıdır. Böylelikle, Türk bankacılık sektörünün dünya sendikasyon piyasasındaki payını hızlı bir şekilde artırması mümkün olacaktır.

Dünya sendikasyon kredisi piyasalarında farklı vadelere rastlamak mümkün olsa da, bu krediler genel olarak orta-uzun vadeli. Sendikasyon kredisinin vadesi temel olarak borç talep eden kurumun talebine göre belirlenir ve kredinin hangi amaç için kullanılacağına bağlı olarak değişebilir. Türk bankaları tarafından kullanılan sendikasyon kredilerinin vadelerinin genelde bir yıl olduğu, ihtiyaçlar ve farklılaşabilen ekonomik şartlar paralelinde vade sonlarında, farklı faiz oranları ile yeniden yapılandırıldıkları görülür. Bu durum, gelişmiş ülkelerdeki sendikasyon piyasalarından temin edilen orta ve uzun vadeli sendikasyon kredilerinden farklı olarak, Türk bankacılık sektöründe sendikasyon kredilerinin kısa vadeli bir yabancı fon kaynağı olarak değerlendirildiği ve kısa vadeli sendikasyon kredilerinin Türkiye sendikasyon kredisi piyasasının ilerlemesindeki önemli bariyerlerden biri olduğu düşünülmektedir. Sendikasyon kredilerinin, alternatifi olan diğer kısa vadeli yabancı para fon kaynaklarına göre çok daha uzun bir hazırlık süresi gerektiren ve yüksek işlem maliyetlerine sahip bir kredi seçeneği olması

sebebiyle, bu kredilere olan talep sınırlanabilmektedir. Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların, küresel piyasalardaki uygulamalara benzer şekilde, daha uzun vadeli sendikasyon kredileri almaya teşvik edilmesi önemlidir. Vade ve tutarların artması, sendikasyon kredilerinin küresel piyasalarda olduğu gibi uzun vadeli hacimli yatırım projelerinin finansmanını sağlamak amacıyla kullanılmasını sağlayacaktır. Bu şekilde, yapılacak düzenlemeler, sendikasyon kredilerinin sayı ve tutarlarının artırılmasını sağlayacak ve uzun vadeli yabancı kaynak girişi Türk bankacılık sistemine kanalize edilmiş olacaktır.

Vadeleri daha uzun ve maliyetleri göreceli olarak daha düşük olan sendikasyon kredilerinin Türk bankacılığı için sağlıklı bir bilanço yapısı sağlanabilmesi açısından önemi büyüktür. Sağlıklı bir bilanço yapısının olması, Türk bankacılığı ve dolayısıyla Türkiye Ekonomisi için orta ve uzun vadede pozitif katkı yaratacaktır. Ovadya (2019), çalışmasında, sendikasyon kredilerinin bilanço içerisindeki payı arttırıldığında, banka pasiflerinin ağırlıklı ortalama vadesinde bir artış yaşandığı ve bunun Türk bankaları için vade uyumsuzluğu problemini asgari düzeye indirecek bir kaynak olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda Türkiye’nin dünya sendikasyon kredileri piyasasındaki konumunun iyileştirilmesi, katılımının artırılması ve bu hususları temin edecek yol ve yöntemlerin gerçekleştirilmesi önemlidir.

Türkiye’de yerleşik kişilerce temin edilecek olan sendikasyon kredileri, döviz kredisi olarak muhasebeleştirilmekte, kullanım ve geri ödeme yurtdışından temin edilen kredilere ilişkin esaslara tabi tutulmaktadır. Bu bakımdan, hem döviz kredisi kullandırmaya dair sınırlamaların hem de sendikasyon anlaşmalarının kullandırma koşullarına dair zorlukların, sendikasyon kredi piyasasının gelişiminde önemli bir kısıtlama meydana getirdiği söylenebilir. Bu bakımdan kamu otoritelerince, sendikasyon kredileri için engel oluşturabilecek her türden sınırlamaların kaldırılması, sendikasyon kredisi özelinde yasal düzenleme oluşturulması sağlanmalıdır.

Türkiye sendikasyon kredisi piyasasına yönelik akademik çalışmaların nicelikte ve nitelikte çoğaltılabilmesi için TCMB ve BDDK gibi kamu kurumları aracılığıyla daha fazla veri üretilmesi, üretilen ve yayınlanan verilerin muhteviyatının kuvvetlendirilmesine ilişkin regülasyonların yapılmasının faydalı olduğu düşünülmektedir.

BDDK raporlamalarında, sendikasyon kredilerinin “dış ticaret finansmanı amaçlı” ve “dış ticaret finansman amaçlı olmayan” şeklinde bir ayırım yapılmaktadır. Oysa raporlamanın kapsamının genişletilmesi, kredilerin hangi amaçla alındığına dair daha detaylı bilgiye yer verilmesi faydalı olacaktır.

Türkiye’de reel kesimde faaliyet gösteren büyük firmalarca kullanılan sendikasyon kredilerine ait verilerin de bankalarca alınan sendikasyon kredileri ile birlikte yayınlanması halinde, Türk sendikasyon piyasası daha içerikli ve kapsamlı bir biçimde incelenebilecektir.

Daha sonra yapılacak çalışmalarda uluslararası bankacılık ürünü olan sendikasyon kredileri ile borçlunun faaliyet gösterdiği ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik koşulların; Türkiye ekonomisi için büyüme, enflasyon, cari açık, reel faiz, borçluluk, uluslararası rezervler, yabancı para mevduat maliyeti gibi değişkenler ile sendikasyon kredileri arasındaki ilişki düzeyinin ve Türkiye’de faaliyet gösteren bankalarca temin edilen sendikasyon kredileri ile bankaların likidite durumu, borçluluk tutarları, sermaye yeterlilikleri arasındaki ilişki düzeyinin incelenmesi faydalı olacaktır.



KAYNAKÇA

- Ayık, U., Erkal, G. ve Özer, H. (2020). Ülke grupları itibarıyla döviz kuru ve dış ticaret ilişkisi: Türkiye örneği. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(2), 993-1025.
- Atmışdörtoğlu, A. (2020). Kredi temerrüt swapları ve gelişmekte olan ülkelerde seçilmiş göstergeler üzerine bir araştırma. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 4(9), 44-56.
- Aka, K. (2020). Seçilmiş makroekonomik göstergelerin döviz kuru üzerindeki etkisi, Türkiye ekonomisi üzerine bir uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 14(1), 99-117
- Aksoylu, E. ve Görmüş, Ş. (2018). Gelişmekte olan ülkelerde ülke risi göstergesi olarak kredi temerrüt swapları: asimetrik nedensellik yöntemi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 14(1), 15-33.
- Akcan, A. ve Metin, İ. (2018). Dış ticaretin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi Türkiye örneği. *Turkish Studies Economics, Finance and Politics*, 13(14), 1-14. DOI: <http://dx.doi.org/10.7827/TurkishStudies.13138>.
- Alkan, Y. (2018). Türkiye’de dış ticaret açığı ile büyüme ve döviz arasındaki ilişki. *İnsan ve Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 54-67.
- Aydın, N. (2018). Türkiye’de dışa yabancı doğrudan yatırımlar ve ihracat ilişkisi. *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 55(638), 59-77.
- Aksoylu, E. (2017). *Ülke Riskinin Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swaplarını Etkileyen Faktörler: Asimetrik Nedensellik Yöntemi*. Yayınlanmamış doktora tezi, Sakarya Üniversitesi, Sakarya.
- Altın, H. ve Süslü, C. (2017). Türkiye için döviz kuru, ihracat ve ithalat arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesi. *Aksaray Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 9(2), 105-112.
- Alada, V. (2017). *Katılım bankacılığı ve ödeme sistemleri*. Kuveyt Türk Katılım Bankası. https://tkbb.org.tr/Documents/Yoneticilikler/308926_20170413152528957_000.KATILIM_BANKACILI%C4%9EI,%C4%B0%C5%9ELEY%C4%B0%C5%9E%C4%B0_ve_%C3%96DEME_S%C4%B0STEMLER%C4%B0.PPT

- Artar, O. and Çemberci, Ö. (2016). Effect of globalization on syndicated loans in fragile five countries panel data analysis. *Eurasian Business & Economics Journal*, (5), 97-107. DOI: <http://dx.doi.org/10.17740/eas.econ.2016.V5-09>.
- Ayhan, F. (2016). *Döviz kuru oynaklığı, dış ticaret ve istihdam ilişkisi: Türkiye uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Afyon Kocatepe Üniversitesi (2016). *Uluslararası özel malî kaynaklar: para ve sermaye piyasaları*. 19. Bölüm. <http://blog.aku.edu.tr/mmasca/files/2016/12/bolum19-uluslararasi-ozel-mali-kaynaklar-para-ve-semaye-piyasaları.pptx>.
- Aşçı, Y. (2016). Türkiye’de reel döviz kuru ve dış ticaret ilişkisinin VAR analizi ile incelenmesi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14), 41-53.
- Acet, H., Erdoğan, S., ve Köksal, M. (2016). İthalat, ihracat ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye uygulaması. *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 145-161.
- Aral, A. (2015). *Türkiye’de döviz kuru ve dış ticaret ilişkisi: 1992-2013 Dönemi Eşbütünleşme Analizi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın.
- Alexandre, H., Bouaïss, K. and Refait, C. (2014). Banking relationships and syndicated loans during the 2008 financial crisis. *Financial Services Research*, 46(1), 99-113. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0172-4>.
- Adıgüzel, U. (2014). Türkiye’de kamu harcamaları dış ticaret açıkları üzerinde etkili mi? *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 6(10), 39-55.
- Akgüç, Ö. (2013). *Dış ticaretin finansmanı*. (2. Baskı). İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.
- Ağca, Ş., and Celasun O. (2012). Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. *Journal of International Economics*, 88(2012): 198-208
- Ahn, J., Amiti, M. ve Weinstein, D. (2011). Trade finance and the great trade collapse. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3), 298-302.
- Allen, L. ve Saunders, A. (2010). Credit risk measurement in and out of the financial crisis: new approaches to value at risk and other paradigms. *John Wiley&Sons*, (244-246)
- Ağayev, S. (2010). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme ilişkisi: Geçiş ekonomileri örneğinde panel eştümleşme ve panel nedensellik analizleri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1), 159-184.

- Aktaş, C. (2010). Türkiye’de reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat arasındaki ilişkinin varlığıyla analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(11), 123-140.
- Ay, A., Üçler, G. ve Koçak, İ. (2009). Reel döviz kuru dalgalanmalarının dış ticaret üzerine etkisinin sınır yaklaşımı ile analizi: 1996-2006 Türkiye örneği. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 50-67.
- Appuhamilage, K.S.A. and Alhayky, A.A.A. (2010). Exchange rate movements' effect on Sri Lanka-China trade. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 3(3), 254-267.
- Altunbaş, Y., Kara, A. and Blaise, D. (2009). Large debt financing syndicated loans versus corporate bonds. *European Journal of Finance*, 16(5), 438-458. DOI: <https://doi.org/10.1080/13518470903314394>
- Alptekin, V. (2009). Türkiye’de dış ticaret-reel döviz kuru ilişkisi: vektör otoregresyon (Var) analizi yardımıyla sınanması. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2(2), 132-149.
- Altunbaş, Y., Gadaneç, B. ve Kara, A. (2006) The evolution of syndicated loan markets. *The Service Industries Journal*, 26(6), 689-707, doi: 10.1080/02642060600851129
- Aloğlu, Z. (2005). *Bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve bankacılık krizler üzerindeki etkisi*. Uzmanlık yüksek lisans tezi, TCMB, Ankara.
- Altunbaş, Y. and Gadaneç, B. (2004). Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits. *Journal of Development Studies, Taylor&Francis Journal*, 40(5), 143-173.
- Armstrong, J. (2003). The syndicated loan market: developments in the North American context. Financial System. *Bank of Canada Working Paper*, 2003-15.
- Akgül, I. (2003). *Geleneksel zaman serisi yöntemleri*. İstanbul: Der Yayınevi.
- Altuğ, O. (2000). *Banka İşlemleri ve Muhasebesi*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aksoy, T. (1998). *Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Acharyya, R. (1994). Liberalized exchange rate management system and devaluation in India: trade balance effect. *Journal of Economic Integration*, 3, 534-542.

- Apak, S. (1993). *Uluslararası bankacılık-finansal sistemler*. (2. Baskı). Eskişehir: Bilim Teknik Yayınları.
- Bıyık, S. (2019). *Türkiye ekonomisinde seçim dönemlerinde CDS primini etkileyen faktörlerin analizi: 2002-2018 dönemi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Aksaray Üniversitesi, Aksaray.
- Bloomberg (2018). *Bloomberg global syndicated loans league tables*, 2018. <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/Bloomberg-Global-Syndicated-Loans-League-Tables-FY-2018.pdf>.
- Bölükbaş, M. (2018). Kamu büyüklüğü işsizliğin ve genç işsizliğin nedeni midir? Türkiye Örneği. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 3(2), 1-17.
- Barak, D. ve Naimoğlu, M. (2018). Reel döviz kurunun dış ticaret üzerindeki etkisi: kırılma beşli örneği. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 82-95.
- Bölükbaş, M. ve Peker, O. (2017). Ticari dışa açıklık ve dış ticaret hadleri dış borçlanma üzerinde etkili mi? Türkiye için bir analiz. *Sosyoekonomi*, 25(34), 213-225.
- Baghirova, A, Oğuzhan, A. ve Yıldız, E. (2017). Türkiye-Azerbaycan dış ticaretini etkileyen faktörler (1998-2014 Dönemi). *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), 301-314.
- Bektur, Ç. ve Malcıoğlu, G. (2017). Kredi temerrüt takasları ile BİST 100 endeksi arasındaki ilişki: asimetrik nedensellik analizi. *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3), 73-83.
- Bayındır, M. (2016). *Bankacılık sektöründe türev araçlarının yeri ve Türk bankacılık sektörüne etkileri*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Bürcü, R. (2015). *Sendikasyon kredisi ilanlarının borçlanıcı bankaların hisse senedi getirisine etkisi: Türk bankacılık sektörü üzerine ampirik bir analiz*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Bursa Orhangazi Üniversitesi, Bursa.
- Bahmani-Oskooee and M. Ratha, A. (2014). The J-Curve: a literature review. *Applied Economics*, 36 (13),1377-1398.

- BDDK (2011). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2010 Raporu, Sayı: 2011/1. (7 Şubat 2011).
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_07.pdf
- BDDK (2012). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2011 Raporu, Sayı: 2012/1. (7 Şubat 2012).
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_11.pdf
- BDDK (2013). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2012 Raporu, Sayı: 2013/1. (13 Şubat 2013).
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_15.pdf
- BDDK (2014). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2013 Raporu, Sayı: 2014/1. (6 Şubat 2014).
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_19.pdf
- BDDK (2015). *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu yıllık faaliyet raporu*. (31.3.2015)
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/hakkinda_0003_05.pdf
- Bağdigen, M., & Beşer, B. (2012). Ekonomik büyüme ile kamu harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisinin Wagner tezi kapsamında bir analizi: Türkiye örneği. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(9), 1-17.
- Başar, S. ve Künu, S. (2012). Türkiye'nin ticaret ortaklarına ihracatının nedenleri. *Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(4), 189-205.
- Bilman, M.E. (2012). *Türkiye'nin iki yanlı ticaretindeki J ve S eğrisi ve Harberger-Laursen-Metzler etkilerinin analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İzmir.
- Bal, H. ve Demiral, M. (2012). Reel döviz kuru ve ticaret dengesi: Türkiye'nin Almanya ile olan ticareti. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 16 (2), 45-64.
- Balcılar, M., Arslantürk, Y. ve Özdemir, Z.A. (2011). Time-varying linkages between tourism receipts and economic growth in a small open economy. *Economic Modelling*, 28(1-2), 664-671.
- Bulut, S. (2010). *Sendikasyon kredilerinin Türk bankacılığında yeri ve önemi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

- Başak, B. (2009). Borsa opsiyon sözleşmesi (ss.49). Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 64(4), 39-75. <http://politics.ankara.edu.tr/dergi/pdf/64/4/5>
- Bağdigen, M. ve Beşer, B. (2009). Ekonomik büyüme ve kamu harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisinin Wagner tezi kapsamında bir analizi: Türkiye örneği. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), 1-17.
- Bahmani-Oskooee, M. and Cheema, J. (2009). Short-run and long-run effects of currency depreciation on the bilateral trade balance between Pakistan and her major trading partners. *Journal of Economic Development*, 34(1), 19-46.
- Bahmani-Oskooee, M., Goswami, G.G. and Talukdar, B.K. (2008). The bilateral J-Curve: Canada versus her 20 trading partners. *International Review of Applied Economics*, 22(1), 93-104.
- Best, R. (2008). *An introduction to error correction models*. Oxford Spring School for Quantative Methods in Social Research.
- Berthou, A. (2008). An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 920.
- Bahmani-Oskooee, M. and Wang, Y. (2006). The J Curve: China versus her trading partners. *Bulletin of Economic Research*, 58(4), 323-43.
- Barışık, S. ve Demircioğlu, E. (2006). Türkiye’de döviz kuru rejimi, konvertibilite, ihracat-ithalat ilişkisi (1980-2001). *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(3), 74-75.
- Bahmani-Oskooee, M. and Ratha, A. (2004a). The J-Curve: A Literature Review. *Applied Economics*, 36(13), 1377-1398
- Berker, N. (2002). *Sendikasyon kredisi sözleşmelerine uygulanacak hukuk*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Başar, M. (1996). *Uluslararası piyasalardan fon sağlamada sendikasyon kredilerinin önemi ve Türkiye’de faaliyet gösteren bankalara ilişkin bir araştırma*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Bayar, D ve Başar M. (1999). Uluslararası borçlanmalarda sendikasyon kredileri ve Türkiye açısından değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 19-36.

- Coşkun, D. (2016). Türkiye ile aynı kredi notuna sahip ülkelerin makroekonomik göstergelerinin karşılaştırılması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 16 Sayı: Özel Sayı, 259-276.
- Cornelissen, J. (2016). *Syndicated lending and relations*. Unpublished master thesis, Radboud University, Nijmegen.
- Caballero, J., Candelaria, C. and Hale, G. (2016). Bank linkages and international trade. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, WP:14, 1-40. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-14.pdf>
- Cerutti E., Hale G. and Minoiu C. (2014). Financial crises and the composition of cross-border lending. *IMF Working Paper*. WP/14/185. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14185.pdf>
- Chen, P. (2013). *Three essays on bank lending and corporate finance*. Unpublished doctoral dissertation, McMaster University, Canada.
- Campbell, M. ve Weaver, C. (2013). *Syndicated lending, practice and documantation*. United Kingdom: Euromoney Instituonal Investor PLC. Sixth Edition.
- Contessi, S. ve Nicola, F. (2012). What we know about the relationship between access to finanse and international trade. Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series 2012-54B, 1-55. <https://s3.amazonaws.com/real.stlouisfed.org/wp/2012/2012-054.pdf>
- Chui, M., Domanski, D., Kugler, P. and Shek, J. (2010). The collapso of international bank finance during the crises: evidence from syndicated loan market. *BIS Quaterly Review*, September 2010.
- Casalaro, L., Focarelli, D. and Pozzolo, F. (2010). The pricing effect of certification on bank loan: evidence from the syndicated loan market. *Economics&Statistics Discussion Paper*, No.10/03. Universita degli Studi del Molise Facolta di Economia, Italy.
- Christodoulakis, G.A., ve Olupeka, T. (2010). Pricing and momentum of syndicated credit in Europe. *Omega*, 38(5), 325-332. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0305048309000838?via%3Dihub>
- Chondoeve, Z. (2010). *Rus bankacılık sistemi ve dış ticaret ilişkisi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

- Champagne, C. (2007). *Three essays on international loan syndications*. Unpublished master thesis, John Molson School of Business, Canada.
- Chamblee, G. and Tenholder, J. (2005). Converging markets: leveraged syndicated loans and high-yield bonds. *Commercial Lending Review*, 2005 November/December.
- Cadot, O. and Banarjee, S. (1996). Syndicated lending under asymmetric creditor information. *Journal of Development Economics*. January/1996. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(95\)00063-1](https://doi.org/10.1016/0304-3878(95)00063-1)
- Çetin, A.C. (2020). Türkiye'nin enerji dışı ithalatının döviz kuru ve Brent petrol fiyatı ile ilişkisi. *Nazilli İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(2), 95-118.
- Çınar, U. (2019). *Türkiye ekonomisinde enerji tüketiminin temel belirleyicileri: bir zaman serisi analizi*. Yayınlanmamış doktora tezi, Namık Kemal Üniversitesi, Tekirdağ.
- Çütçü, İ. (2019). Sanayide kullanılan elektrik tüketimi ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkinin yapısal kırılmalı testlerle ekonometrik analizi. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 37(1), 17-29.
- Çütçü, İ. ve Kılıç, Y. (2018). Bitcoin fiyatları ile dolar kuru arasında ilişki: yapsal kırılmalı zaman serisi analizi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 16(4), 349-366.
- Çütçü, İ. ve Eren, V. (2017). Analysis of exchange rate-foreign trade relationship with asymmetric causality tests: sample of Gaziantep. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*. 7(10), 157-171.
- Çütçü, İ. ve Genger, H. (2017). Türkiye'de dış ticaret ve işsizlik arasındaki ilişki: yapısal kırılmalı zaman serisi analizi. *III. Uluslararası Girişimcilik, İstihdam ve Kariyer Kongresi*. (68-82). 12-15 Ekim 2017, Muğla.
- Çalışkan, S. (2014). *Türk Eximbank ihracat kredi sigortası*. Türk Eximbank Sigorta ve Garanti İşlemleri Daire Başkanlığı. <https://slideplayer.biz.tr/slide/2284700/>
- Çınar, M. ve Sevüktekin, M. (2014), *Ekonometrik zaman serileri analizi*. (5.baskı). İstanbul: Dora Yayıncılık.
- Çetin, M., & Seker, F. (2013). Doğrudan yabancı yatırımlar ve ihracat ilişkisi: gelişmekte olan ülkeler üzerine bir nedensellik analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(1), 121-142.

- Çalışkan, P. (2010). *Sendikasyon kredileri: Türkiye örneği 2000-2006*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Çetintaş, U. (2008). *Alternatif fonlama kaynağı olarak sendikasyon kredileri ve Türk bankacılık sistemi üzerine bir uygulama*. Yayınlanmamış doktora tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Capital (2005). Dış ticarete büyük ilgi (01.02.2005). <https://www.capital.com.tr/sektorler/diger-sektorler/dis-ticarete-buyuk-ilgi>
- Gürbüz, H. ve Çekerol, K. (2002). Reel döviz kuru ile dış ticaret haddi ve bileşenleri arasındaki uzun dönemli ilişki. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 4(2), 31-47.
- Çelebican, G. (1979). Mevduat sertifikaları. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 36(1), 272-294. <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/306/2892.pdf>
- Dinç, M., Yıldız, Ü. ve Kırca, M. (2018). Türkiye kredi risk primindeki (CDS) yapısal kırılmaların ekonometrik analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı), 181-192.
- Dayı, F. (2017). *Birden fazla borsada işlem gören hisse senetlerinin değerlemesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Ding, J. (2016). *Essays on credit risk of syndicated loans*. Unpublished doctoral dissertation, University of Illinois, USA.
- Değer, O. ve Demir, M. (2015). Reel efektif döviz kuru ve dış ticaret hacmi arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye örneği. *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 52(604), 7-21.
- Demirtaş, G. (2014). Türkiye ve Almanya arasındaki dış ticaret dengesinin sınır testi yaklaşımıyla incelenmesi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (43), 83-106.
- Demirci, S. and Güner, M. (2012). Risk yönetim aracı ve finansman alternatifi olarak sendikasyon kredileri. *İstanbul Finance Congress* (628-635). İstanbul Okan Üniversitesi.
- Daniels, K. and Ramirez, G. (2008). Loan pricing: evidence from the DIP financing market *Journal of Financial Services Research*, 34(1), 35-59. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10693-008-0036-5>.

- Dennis, S. and Mulliniaux, D. (2000). Syndicated loans. *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), 404-426. DOI: <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0298>
- Drucker, S. and Puri, M. (2007). On loan sales, loan contracting, and lending relationships. *The Review of Financial Studies*, 22 (7), 2835–2872. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn067>.
- Durusoy, T. ve Tokatlıoğlu, İ. (1997). Devalüasyon ve j eğrisi. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(24-25), 65-68.
- Evcı, S. (2020). Kredi temerrüt swapları ile Borsa İstanbul arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin analizi. *Gaziantep Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(1), 100-117.
- Eren, O. (2019). Reel döviz kurunun ikili dış ticarete etkileri: Türkiye örneği. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12(63), 1038-1056. DOI: <http://dx.doi.org/10.17719/jisr.2019.3296>
- Emeç, A.S. ve Yarbaşı, İ.Y. (2018). Ticari dışa açıklık ile enerji tüketimi arasındaki simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisi: Türkiye örneği. *ETÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(6), 193-206.
- Eygü, H. (2018). Enflasyon, işsizlik ve dış ticaret arasındaki ilişkinin incelenmesi: Türkiye örneği (1990-2017). *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(2), 96-112.
- Euromoney (2017). *Latin America: Lenders warming up to Brazilian Bank*. 22 Mart 2017, <https://www.euromoney.com/article/b12khpdzsg9wwc/latin-america-lenders-warming-up-to-brazilian-banks>
- Enkhtaivan, B. (2016). *Three essays on syndicated loan partnership*. Unpublished doctoral dissertation, Texas A&M International University, USA.
- Eren, M. V., Polat, M. A., ve Aydın, H. İ. (2016). Türkiye’de yapısal kırılmalı testlerle elektrik tüketimi ve ekonomik büyüme ilişkisinin analizi. *Akademik Bakış Dergisi*, 56, 275-289.
- Engeloğlu, Ö., Genç, K. ve Meral, G. (2015). Türkiye için yapılan nedensellik uygulamaları üzerine literatür araştırması. *Social Sciences Research Journal*, 4(2), 142-154.
- Enerji Günlüğü (2014). IFC’den Çimko’ya 65 milyon dolar kredi. 28 Ocak 2014, <https://www.enerjigunlugu.net/ifcden-cimkoya-65-milyon-dolar-kredi-6832h.htm>

- Emeç, H. ve Gülay, E. (2013). Nominal döviz kuru oynaklığının enflasyon, faiz oranı ve dış ticaret hacmindeki değişimler ile olan ilişkisi: Türkiye örneği. *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, 50(578), 77-95.
- Eğilmez, M. (2012). Reel efektif döviz kuru endeksi nedir? (18.11.2012). <https://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html?m=1>
- Erçevik, B. (2011). *Döviz kuru ve faiz oranının dış ticaret üzerine etkisi: Türkiye uygulaması*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Ertürk, H. (2010). Bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve risk yönetimi. *Denetim Dergisi*, (4), 62-70.
- Erdil, T.B. (2008). *Finansal Türevler ve Kredi Temerrüt Swaplarının Teori ve Uygulamaları*. Yayınlanmamış doktora tezi, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2004). *Ekonomi politikası*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Evgin, T. (2000). *Dünden bugüne borçlarımız*. Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- Engle, F. E. ve Granger C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: representation and Testing. *Econometrica*, (55), 251-276.
- Focarelli, D., Pozzolo, A. and Casolaro. (2007). The pricing effect of certification on syndicated loans. *Journal of Monetary Economics*, 55(2), 335-349. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2007.11.004>.
- Gül, Y. (2020). Kredi temerrüt takasları ve makroekonomik değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye örneği. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(4), 659-669. DOI:10.29106/fesa.795635
- Gül, E. ve Torusdağ, M. (2020). Savunma harcamaları cari açık ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 9(3), 2978-3003.
- Güneş, S. ve Yıldırım, C. (2019). Petrol fiyatları, reel efektif döviz kuru ile dış ticaret hadleri arasındaki nedensellik ilişkisi: Türkiye analizi. *BİLTÜRK Ekonomi ve İlişkili Çalışmalar Dergisi*, 1(2), 112-130.

- Gerede, C. (2016). *Çin-ABD kur savaşları ve Türkiye'ye etkisi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın.
- Godlewski, C. (2014). Bank loans and borrower value during the global financial crisis: empirical evidence from France. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 28(2), 100-130. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2013.10.009>
- Güneş, S., Gürel, P. ve Cambazoğlu, B. (2013). Dış ticaret hadleri, dünya petrol fiyatları ve döviz kuru ilişkisi, yapısal VAR analizi: Türkiye örneği. *ULuslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(20), 1-17. DOI: <https://doi.org/10.11122/ijmeb.2013.9.20.487>
- Gümüş, Ö. (2011). *Dünya Bankası kredileri: Türkiye örneği üzerine bir inceleme*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Trakya Üniversitesi, Edirne.
- Gözcü, G. ve Piskin, A. (2011). İşsizlik ve dış ticaret: Türkiye'deki bölgeler için genelleştirilmiş momentler yöntemi-dinamik panel veri yaklaşımı. *Business and Economics Research Journal*, 2 (3), 121-138.
- Godlewski, C. (2010). How to get a syndicated loan fast? The Role of Syndicate Composition and Organization *Dans Finance*, 31 (2), 51-92. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1440867>.
- Godlewski, C., Pessarossi, P. and Weill, L. (2010). Foreign bank lending and information asymmetries in China. *Institute for Economics in Transition Bank of Finland Discussion Papers*. 2010/20. Finland.
- Godlewski, C., Weill, L. and Fungáčová, Z. (2009). Asymmetric information and loan spreads in Russia: evidence from syndicated loans. *Working Paper*. 2009/01. Laboratoire de Recherche en Gestion & Economie, France.
- Godlewski, C. (2008). Banking environment, agency costs and loan syndications: a cross country analysis. *Laboratoire de Recherche en Gestion & Economie*, 2008/08, France.
- Giannetti, M. and Yafeh, Y. (2008). Do cultural differences between contracting parties matter? Evidence from syndicated bank loans. *Finance Working Paper*, No.2008/224. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1204202>.
- Gadanecz, B., Tsatsaronis, K. and Altunbaş, Y. (2008). External support and bank behavior in the international syndicated loan market. *BIS Working Paper*, No.265, 2008 November.

- Günçavdı, Ö., Küçükçifçi, S. ve Üngör, M. (2008). Cari açıklar ve Türkiye ekonomisinin artan döviz ihtiyacı. *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi*, 3(1-2), 57-84.
- Godlewski, C. and Weill, L. (2007). *Syndicated loan in emerging markets*. Unpublished master thesis, Universite Louis Pasteur/Universite Robert Schuman, France.
- Gopalan R., Udell G. ve Yerramilli, V., C. (2007). Why do banks switch banks? *New Orleans Meeting Paper*, 1-48. doi: 10.2139/ssrn.972071
- Gül, E. ve Ekinçi A. (2006). Türkiye’de reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat arasındaki nedensellik ilişkisi:1990-2006. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16, 165-190.
- Gadanecz, B. (2004). The syndicated loan market: structure, development and implications? *BIS Quarterly Review*, 2004 December, 75-89. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf
- Gopalan R., Udell G. ve Yerramilli, V., C. (2010). Why do firms form new banking relationship? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1335-1365. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109011000299>
- Gujarati, D.N (1999). *Temel ekonometri*. (Çev. Ü. Şenesen & G.G. Şenesen). İstanbul: Literatür Yayınları.
- Göktan, H. (1997). *Ekonomik finansal görüşler*. Ankara: Şekerbank Kültür Yayınları.
- Hızarcı, A.E. (2020). *The examination of the effects of exchange volatility on imports and exports*. Unpublished master’s thesis, Anadolu Univesity, Eskişehir.
- Hancı, G. (2013). *Kredi temerrüt takaslarının (CDS), kriz değişkenleri ile ilişkisi: PİGS ülkeleri ve Türkiye kapsamında bir araştırma*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Hatemi-J, A. (2012). Asymmetric causality tests with an application. *Empirical Economics*, 43(1), 447-456.
- Hepaktan, E., Çınar, S. ve Dündar, Ö. (2011). Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemlerinin dış ticaret ile ilişkisi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(5), 62-82.
- Haselmann, R. and Wachtel, P. (2009). Syndicated loans, foreign banking and capital market development. *SSRN Electronic Journal*, January 2009, 1-23. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1342612>

- Hatemi -J, A. (2008). Tests for cointegration with two unknown regime shifts with an application to financial market integration. *Empirical Economics*, 35(3), 497-505.
- Harjoto M., Mullineaux, D. and Yi, H. (2006). A Comparison of syndicated loan pricing at investment and commercial banks. *Financial Management Association*, 35(4), 1-41. Texas State University.
- Hacker, R. S. and Hatemi-J, A. (2006). Testing for causality between integrated variables using asymptotic and bootstrap distributions: theory and application. *Applied Economics* 38(13), 1489-1500.
- Hacker, R. S. ve Hatemi-J, A. (2004). The effect of exchange rate changes on trade balances in the short and long run. *Economics of Transition*, 12(4), 777-99.
- Hainz, C. and Kleimeier, S. (2004). Political risk in syndicated lending: theory and empirical evidence regarding the use of project finance. *Maastricht Meetings Paper*, (1384). doi: 10.2139/ssrn.567112
- International Finance Corporation (IFC) (2017). International finance corporation (IFC)'s global reach. *Syndications and Brochure*, February 2017, 56-57.
- İşleyen İ. (2011). Döviz kuru riskini azaltmanın en etkili yolu forward. *Çözüm*, (105), 177-182. <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/105malicozum/9%20ilker%20sadi%20isleyen.pdf>
- Kamışlı, M. (2020). Risk göstergelerinin sendikasyon kredilerine etkileri: asimetri ve frekans boyutunda analiz. *Business&Management Studies: An International Journal*, 8(1), 181-195.
- Kaya, Y. (14.02.2019). 2019'da not artışı bekliyorum. *Ekovitrin*. <https://www.ekovitrin.com/2019da-not-artisi-bekliyorum-makale,1466.html>
- Köksal, E. ve Ardiyok, Ş. (2019). Sendikasyon kredilerinin incelenmesinde daha geniş bir pazar tanımının gerekliliği. *SSRN Electronic Journal*, 1-25. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3366262>.
- Karagöl, V. ve Kırca, M. (2018). Türkiye'de petrol fiyatları ve cari açık arasındaki simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkilerinin analizi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10(18), 59-71.

- Kılıç, R., Özbek, R.İ. ve Çifçi, İ. (2018). Türkiye için j-eğrisi hipotezinin geçerliliği: ARDL sınır testi yaklaşımı. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 4(7), 112-128
- Kolcu, F. ve Yamak, N. (2017). Türkiye’de döviz kuru değişiminin dış ticaret fiyatları üzerindeki asimetrik etkisi. *Calal-Abad Uluslararası Üniversitesi Akademik Bakış Dergisi*, 64, 644-663.
- Kılıcı, E.N. (2017). CDS primleri ile bir ülkenin ekonomik ve finansal değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisinin değerlendirilmesi: Türkiye örneği. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 6(12), 145-154.
- Kılıcı, E.N. (2017). CDS primleri ile ülke kredi riski arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi, Türkiye örneği. *Maliye Finans Yazıları*, (108), 71-86.
- Karamelikli, H. ve Erkuş, S. (2017). Döviz kurunun Türkiye ile Yunanistan ikili ticaretine asimetrik etkileri. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICMEB17 Özel Sayısı, 928-938. DOI: <http://dx.doi.org/10.17130/ijmeh.2017ICMEB1735501>
- Kang, J.W. (2016). International trade and exchange rates. *Journal of Applied Economics*, 21 (1), 84-105. doi: 10.1080/15140326.2018.1526878.
- Khaleq, A. H. A., Llp, B., Meher, A. N., & Office, L. (2016). Islamic syndicated financing: an underdeveloped method of Sharia compliant financing. *Practical Law Company*, 1-7.
- Köylü, M. (2015). *Uluslararası bankacılık ve finans sistemi* (2. Baskı). Ankara: Astana Yayınları.
- Karagöz, M. ve Doğan, Ç. (2015). Döviz kuru dış ticaret ilişkisi: Türkiye örneği. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 219-228.
- Küçükkoçaoğlu, G. (2014). *Swap ders notları*. Başkent Üniversitesi.
- Kızıldere, C., Kabadayı, B. ve Emsen, Ö. (2014). Dış ticaretin döviz kuru değişimlerine duyarlılığı: Türkiye üzerine bir inceleme. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 6(12), 39-54. ISSN 1307-9832
- Küçükaksoy, İ. ve Çifçi, İ. (2014). Dış ticaret hadlerinin dış ticaret dengesine etkisi: Harberger Laursen-Metzler hipotezinin Türkiye uygulaması. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 1(2), 103-129.

- Kahraman, K. (2014). Sendikasyon kredileri. Araştırma ödevi, Beykent Üniversitesi, İstanbul.
- Kızılkaya, O. (2013). *Uluslararası sermaye hareketleri*. https://akademik.ahievran.edu.tr/.../Uluslararası-Sermaye-Hareketleri%202_%20hafta
- Karagöl, T. ve Mihçioğur, İ. (2012). *Derecelendirme kuruluşları: alternatif arayışlar*, (7), 1-35. Siyaset ve Ekonomi Toplum Araştırmaları Vakfı, Ankara.
- Khaleq, M., Ayman H., Lewis & Bockius LLP and Amar M. (2012). *Islamic syndicated financing: an underdeveloped method of Sharia compliant financing*. Practical Law of Finance.
- Karaçor, Z. ve Gerçekler, M. (2012). Reel döviz kuru ve dış ticaret ilişkisi: Türkiye örneği (2003-2010). *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 23, 289-312.
- Kapusuzoğlu, A. ve Karan, M. (2010). Gelişmekte olan ülkelerde elektrik tüketimi ile gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) arasındaki eş-bütünleşme ve nedensellik ilişkisinin analizi: Türkiye üzerine ampirik bir çalışma. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (3), 57-68.
- Kamacı, A. ve Oğan, Y. (2014), Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Panel Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi. *International Conference on Eurasian Economies 2014*.
- Kunt, A.S. ve Taş, O. (2008). Kredi temerrüt swapları ve Türkiye'nin CDS priminin tahmin edilmesine yönelik bir uygulama. *İtÜdergisi/b sosyal bilimler*, 5(1), 78-89.
- Kızıltan, A. ve Çiğirlioğlu, O. (2008). Türkiye'de reel kur değişmelerinin ihracat ve ithalata etkisi. *EKEV Akademi Dergisi*, 12(36), 423-444.
- Karlquist, A. and Perez, G. (2007). *Arranging a syndicated loan: do banks benefit from relationship investment?* Unpublished doctoral dissertation, Stockholm School of Economics, Sweden.
- Karabıyık, L. ve Anbar, A. (2006). Kredi temerrüt swapları ve kredi temerrüt swaplarının fiyatlandırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (31), 1-11.
- Karabulut, G. ve Danışoğlu, A. (2006). Türkiye'de cari işlemler açığının büyümesini etkileyen faktörler. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 47-63.

- Karagöz, M. ve Doğan, Ç. (2005), Döviz kuru dış ticaret ilişkisi: Türkiye örneği. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 219-228.
- Karluk, R. (2003). *Uluslararası ekonomi*. İstanbul: Beta Basım.
- Keyder, N. (2002). *Para teori, politika, uygulama*. (8. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.
- Kalaycıoğlu, Ö. (1999). Sendikasyon kredileri. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, (4), 43-46.
- Kıyılar, M. (1998). Swap, swap türleri ve swap işlemlerinin muhasebeleştirilmesi. *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 27(1), 83-104.
- Lebe, F., & Akbaş, Y. E. (2014). Türkiye'nin konut talebinin Analizi: 1970-2011. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 57-83.
- Le, K., Gasbarro, D. ve Zumwalt K. (2008). The development of the international market for syndicated loans (1981-2007): A Review.
https://researchrepository.murdoch.edu.au/id/eprint/7123/1/The_Development_of_the_International_Market.pdf
- Lee, J. and Strazicich, M.C. (2003), Minimum lagrange multiplier unit root test with two structural breaks. *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1082-1089.
- Lin, C-A. (1997). The trade balance and the real exchange rate: the US evidence from 1973: 3 to 1994: 9. *Applied Economics Letters*, 4(8), 517-520.
- Mülayim, A. (2020). *Ülke CDS primleri ve hisse senedi piyasası ilişkisi: Türkiye, Brezilya ve Rusya Örneği*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Çankırı Karatekin Üniversitesi, Çankırı.
- Miranda, R. and Mordecki G. (2015). *Real Exchange Rate Volatility Impact on Exports: A Comparative Study 1990-2013*. Instituto de Economía, Serie Documentos de Trabajo, Uruguay.
- Mercan, M., & Yurttañçıkılmaz, Z. Ç. (2013). Doğrudan yabancı yatırımlar-cari işlemler açığı ilişkisi: Türkiye için ampirik bir analiz. *Bankacılar Dergisi*, (87), 57-78.
- Mutambatsere, E. and Arvanitis, Y. (2012). Additionality of development finance institutions in syndicated loans market in Africa. *Africa Economic Brief*, 3(12), 1-12.

- Mazgit, İ. (2012). *Finansal sistem ve sermaye piyasası*. Dokuz Eylül Üniversitesi. http://kisi.deu.edu.tr/ismail.mazgit/DersNotu_SP_A5_201310_bolum1.pdf
- Maskara, P. and Mullineaux, D. (2011). Small firm capital structure and the syndicated loan market. *Journal of Financial Services Research*, 39 (1-2), 55-70.
- Milli Eğitim Bakanlığı. (2011). *Sermaye Piyasası faaliyetleri*. Ankara. http://megep.meb.gov.tr/mte_program_modul/moduller_pdf/Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Faaliyetleri.pdf
- Maskara, P. and Mullineaux, D. (2010). Participation by investment banks and non-bank financial entities in loan syndications. *SSRN Electronic Journal*. DOI: [10.2139/ssrn.3354840](https://doi.org/10.2139/ssrn.3354840).
- Maskara, P. (2005). *Do trade and capital flows complement each other? Evidence from the US Syndicated Loan Market*. Gatton College of Business and Economics, University of Kentucky, Lexington, USA, 1-30. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.868535>
- Moerman, W. (2009). *The impact of information asymmetry on debt pricing and maturity*. The University of Chicago Booth School of Business. Chicago, USA. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1152863>
- Milli Eğitim Bakanlığı (2007). *Mesleki eğitim ve öğretim sisteminin güçlendirilmesi projesi, muhasebe ve finansman türev piyasa araçları*. Ankara, 2007.
- Mullineaux, D. and Lee, S. (2001). The size and composition of commercial lending syndicates. *University of Kentucky Working Paper*, 1-39.
- Narayan, P. K. (2006). Examining the relationship between trade balance and exchange rate: the case of China's trade with the USA. *Applied Economics Letters*, 13(8), 507-510.
- Ovadya, H. (2019). *Utilization of syndicated loans and syndicated loans' effects on banks' balance sheets*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul.
- Onay, C. (2006). A cointegration analysis approach to European Union integration: The case of acceding and candidate countries. *European Integration online Papers*, 10(7), 1-16.
- Oksay, S. (2000). Finansal piyasalarda yeni yasal düzenlemeler (Re-Regulation) ihtiyacı ve Türk finans sistemi. *Öneri*. 3(14), 55-62.

- Öz, S. (2020). CDS primi ve belirleyicileri: küresel ve ülkelere özgü faktörler. *Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu, Araştırma Notu*, 20-02, 1-5. Mayıs 2020. https://eaf.ku.edu.tr/wp-content/uploads/2020/05/eaf_an2002.pdf
- Özçelik, Ö. (2020). Türkiye’de reel döviz kuru ve dış ticaret arasındaki ilişki (2003-2016). *Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi*, 5(9), 180-197.
- Özkan, G. (2020). *Gelişmekte olan ülkelerde reel efektif döviz kurları ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişki*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İzmir.
- Özer, H. ve Kutlu, M. (2019). Türkiye’de enflasyon, döviz kuru ve dış ticaret dengesi ilişkisinin var modeli ile analizi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(4), 214-231.
- Özçağ, M. ve Bölükbaş, M. (2018). Ticari dışa açıklık ve enflasyon ilişkisi: Romer hipotezi çerçevesinde Türkiye için bir analiz. *Maliye Dergisi*, (174), 112-130.
- Öncel, A. ve İnal, V. (2016). Türkiye’de reel döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişki: 2000-2015 dönemi için ARDL modeli ile ampirik bir analiz. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, (786-799). <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bsbd/issue/43860/539542>
- Özatay, F. (2015). *Parasal iktisat: kuram ve politika*. (4. Baskı). Ankara: Efil Yayınevi.
- Örnek, İ. ve Uğur, B. (2014). 2008 Küresel Krizinin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Para Politikalarına Yansımaları. *International Conference in Economics*, (03.05.2014), 2-30.
- Öztürk, N., Darıcı, H. ve Kesikoğlu, F. (2011). Ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisi: gelişmekte olan piyasalar için bir panel nedensellik analizi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, XXX(I), 53-69.
- Pişkin, F. (2016). *Sendikasyon kredilerinde spread’i belirleyen etkenler: Türk bankacılık sektörü örneği*. Yayınlanmamış doktora tezi, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Pişkin, F. (2016). Türk bankacılık sektörü tarafından alınan sendikasyon kredilerinde spreadi belirleyen faktörler. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 66(2), 113-158.
- Pedroni, P. (2001). Fully modified OLS for heterogeneous cointegrated panels. *Nonstationary Panels, Panel Cointegration and Dynamic Panels*, (15), 93-130. ISBN: 0-7623-0688-

- Parasız, İ. (1997). *Para banka ve finansal piyasalar*. (6. Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Phillips, P.C.B. & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Rahutami, A.I. (2013). Real exchange rate volatility and international trade: ASEAN experience towards ASEAN economic community. 1-18. https://www.ru.nl/publish/pages/718686/exchange_rate_and_trade_nsm_conference.pdf
- Reyhan, Y. (2019). *CDS Primleri Arasındaki Etkileşim: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Yozgat Bozok Üniversitesi, Yozgat.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.
- Rose, Andrew. K. and Yellen, J.L. (1989). Is there a j-curve? *Journal of Monetary Economics*, 24, 53-68.
- Sarıgül, H. (2019). Gelişmekte olan finansal piyasalarda ülke kredi temerrüt takası primleri ile hisse senedi endeksleri arasındaki ilişki üzerine bir araştırma. *Maliye ve Finans Yazıları*, (114), 103-128.
- Sevinç, O. (2019). Kur avantajlarının rekabet avantajlarına dönüşmesinde verimliliğin rolü. *TCMB, Merkezin Güncesi* (01.11.2019). <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/kur+avantajlarini+n+rekabet+avantajlarina+donusmesinde+verimliligin+rolu>.
- Söyler, Y. (2018). *Sendikasyon kredilerinin incelenmesi ve İlbank'ta kullanılabilirliği üzerine bir çalışma*. İller Bankası A.Ş. Uzmanlık Tezi.
- Sevim, C. (2016). Uluslararası para ve sermaye piyasaları. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 2(2), 191-210.
- Sakarya, Ş. ve Sezgin H. (2015). Sendikasyon kredisi kullanımının bankaların hisse senedi getirilerine etkisi: olay çalışması yöntemi ile BİST'de bir uygulama. *Bankacılar Dergisi*, (92), 5-24.
- Sarıgül, H. (2015). Sendikasyon kredisi kullanımının duyurularının bankaların hisse senedi getirilerine etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12), 113-129. DOI: [10.14784/jfrs.82480](https://doi.org/10.14784/jfrs.82480).

- Saltoğlu B. (2015). *Türev araçlar, piyasalar ve risk yönetimi*. Boğaziçi Üniversitesi.
- Saygılı, F. ve Manavgat, G. (2014). Linder hipotezi: Türkiye'nin dış ticareti için ampirik bir analiz. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 14(2), 261-270.
- Sever, E. (2014). Döviz kuru dalgalanmalarının tarımsal dış ticarete etkisi: Türkiye örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 4(7), 14-35.
- Sarioğlu, S. (2013). Reel döviz kuru belirsizliğinin Türkiye'nin ihracatına etkisi: farklı sektörler üzerine bir analiz. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(1), 77- 92.
- Stock, J. H. and Watson, M. W. (2011). *Ekonometriye giriş* (B. Saraçoğlu Çev.). Ankara: Efil Yayınevi.
- Shahbaz, M., Jali, A. and İslam, F. (2010). Real exchange rate changes and trade balance in Pakistan: A Revisit. *MPRA, Munich Personal RePEc Archive*, Paper No 27631, 1-18.
- Saygılı, H., Saygılı, M. ve Yılmaz, G. (2010). Türkiye için yeni reel efektif döviz kuru endeksleri. *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 10/12. Temmuz 2010, Ankara.
- Sayım, F. ve Er, S. (2009). Risk kavramı ve bankacılıkta risk. *TMSF Çatı Bilimsel Yayın Organı*, (22), 7-17.
<http://www.ferhatsayim.net/index.php/pubindexall/weblink/118/1780/1>
- Sufi, A. (2007). Information asymmetry and financing arrangements: evidence from syndicated loans. *The Journal of Finance*, LXII (2), 629-668. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01219.x>
- Sufi, A. (2005). *Certification and borrower outcomes: evidence from the introduction of bank loan ratings*. University of Chicago, USA.
- Sufi, A. (2005). *The role of banks in corporate finance*. Unpublished doctoral dissertation, Georgetown University, USA.
- Sen, A. (2003). On unit-root tests when the alternative is a trend break stationary process. *Journal Of Business And Economics Statistics*, 21, 174-184.
- Sivri, U. ve Usta, C. (2001). Reel döviz kuru, ihracat ve ithalat arasındaki ilişki. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(4), 1-9.
- Simons, K. (1993). Why do banks syndicate loans? *New England Economic Review*, 1993 January, 45-52.

- Sen, P. and Turnovsky, S. J. (1988). Deterioration of the terms of trade and capital accumulation: a reexamination of the Laursen-Metzler effect. *Journal of International Economics*, WP/2616.
- Şahin, Z. ve Baş, M. (2018). Sendikasyon kredileri dış ticaret ilişkisi: Türkiye örneği. *Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi*, 2(6), 105-114.
- Şentürk, M ve Akbaş, Y. (2012). Finansal aktif fiyatları ve borsa getirisi ilişkisi, Türkiye örneği üzerine bir uygulama. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(6), 41-53.
- Şahin, Z. (2018). *Türkiye’de sendikasyon kredileri ile dış ticaret arasındaki ilişkinin ekonometrik analizi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya.
- Seyidoğlu, H. (2016). *Uluslararası finans*. (6. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Turgut, E. (2020). *CDS Primlerinin Borsa Endeksleri ile İlişkisi: Kırılgan 5’li ve G7 Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Akdeniz Üniversitesi, Antalya.
- Tekin, B. (2020). The relationship between syndicated loans and stock market movements: a case study for Turkey. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 3(2), 148-162.
- Tekin, İ.Ç. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri krizler ve iflaslar. *Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 19, 41. Yıl Özel Sayısı, 181-205.
- Türk, E. (2016). Döviz kuru ve enflasyon ilişkisi “Türkiye örneği”. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(9), 81-102.
- Topallı, N. (2015). Türkiye’de beşeri sermaye ve büyüme ilişkisinin ekonometrik bir analizi. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34(1), 217-234.
- Tandon, S. (2014). Trade balance and the real exchange rate: an empirical analysis of multilateral and bilateral relationship. *Foreign Trade Review*, 49(2), 117–139.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) (2012). *Ulusal ve uluslararası piyasalar. sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisansı eğitimi*.
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, V. (2011). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü, güvenilirlik açısından sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*, (25), 1-24.
- Türkmenoğlu, E. (2007). *Katılım bankacılığı ve Türkiye’deki finansal yapı*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.

- Tunay, B. (2005). *Finansal sistem*. (1. Baskı). İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Terzi, H., & Oltulular, S. (2004). Türkiye’de ekonomik büyüme-enflasyon süreci: sektörler itibariyle ekonometrik bir analiz. *Bankacılar Dergisi*, (50), 19-33.
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB) (1999). *Kredi riskinin yönetimine ilişkin temel ilkeler*. İstanbul. http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/kredi_riskleri_200006.doc
- Terzi, H. ve Zengin A. (1999). Kur politikasının dış ticaret dengesini sağlamada etkinliği: Türkiye uygulaması. *Ekonomik Yaklaşım*, 10(33), 48- 65.
- Taş, S. (1996). *Uluslararası finansal piyasalar ve Türkiye: 1980 sonrası*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- TCMB (2015). *Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2015*. Sayı:20, 36. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2015/Sayi+20>
- TCMB (2015). *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2015*. Sayı:21, 43. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2015/Sayi+21>
- TCMB (2016). *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016*. Sayı:23, 43. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2016/Sayi+23>
- TCMB (2017). *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2017*. Sayı:25, 92. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2017/Sayi+25>
- TCMB (2018). *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2018*. Sayı:27, 63. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2018/Sayi+27>
- TCMB (2019). *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2019*. Sayı:29, 61. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2019/Sayi+29>
- Türk Dil Kurumu. *Güncel Türkçe Sözlük*. Erişim Tarihi: Kasım 2020. <https://sozluk.gov.tr/>

- Türkiye Bilimler Akademisi. *Yatırım ve kalkınma bankacılığı*. 23.6.2020, https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/2552/mod_resource/content/3/Yat%C4%B1r%C4%B1m_%C5%9Eirketleri.pdf.
- Uslu, H. (2018). Türkiye’de döviz kuru ve faiz oranının dış ticaret üzerine etkileri: yapısal kırılmalı bir analiz. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 3(3), 311-334. DOI: <https://doi.org/10.30784/epfad.453358>
- Ulusoy, A ve Yılmaz, H. (2017). Kredi notu eleştirilerini test eden mekanizma: CDS primleri. *Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13(1), 61-77.
- Uygur, E. (2001). *Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri*. Türk Ekonomi Kurumu. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>
- Utkulu, U. ve Aydemir, İ. (2008). *Türkiye’de dış ticaret işlemleri ve uygulaması (Teoriden Pratiğe)*. (2.Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ünal, A.E., Aydın H.İ. ve Eren, M. V. (2020). Korona virüs salgını ile döviz kuru arasındaki ilişkinin ampirik analizi: Türkiye örneği. *Gaziantep University Journal of Socşal Sciences*, 2020 Special Issue, 244-260.
- Weill, L. and Godlewski, C. (2012). Why do firms go for Islamic loans? *Working Paper 2012-05*, University of Strasbourg, France. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2034536>.
- Wilson, P. (2001). Exchange rates and the trade balance for dynamic Asian economies: does the j-curve exist for Singapore, Malaysia, and Korea. *Open Economic Review*, 12(4), 389-413.
- Yılancı, V. (2014). Zaman Serileri Analizi Sakarya Ekonometri Semineri-2014 Ders Notları. Sakarya.
- Yılancı, V. ve Bozoklu, Ş. (2014). Türk sermaye piyasasında fiyat ve işlem hacmi ilişkisi: zamanla değişen asimetrik nedensellik analizi. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 14(2), 211-220.
- Yazıcı, M. ve İslam, M.Q. (2014). Exchange rate and bilateral trade balance of Turkey with EU (15) countries. *Journal of Business, Economics & Finance*, 3(3), 341-356.
- Yıldırım, K., Mercan, M. ve Kostakoğlu, S. F. (2013). Satın alma gücü paritesinin test edilmesi: zaman serisi ve panel veri analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 8(3), 75-95.

- Yıldız, H. ve Özdamar, G. (2013). Reel döviz kuru- dış ticaret ilişkisi: Türkiye imalat sanayisi sektörleri üzerine bir inceleme (2005-2012). *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(2): 187-204.
- Yuen-Ling, N., Wai-Mun, H. and Geoi-Mei, T. (2012). Real exchange rate and trade balance relationship: an empirical study on Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 3(8), 130-137.
- Yalta, Y. (2011). *Para teorisi ve politikası ders notları*. Türkiye Bilimler Akademisi Açık Ders Malzemeleri Projesi. Ekim 2011. Hacettepe Üniversitesi
- Yılancı, V. (2009). Fisher hipotezinin Türkiye için sınanması: doğrusal olmayan eşbütünleşme analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(4), 205-213.
- Yapraklı, S. (2006). Türkiye’de dış ticaret fiyatları ile reel döviz kuru arasındaki ilişki. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 69-87.
- Yamak, R. ve Korkmaz, A. (2006). Harberger-Laursen-Metzler etkisi: literatür ve Türkiye örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20(1), 57-69.
- Yamak, R. ve Korkmaz, A. (2005). Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi ilişkisi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 0(2), 16-38.
- Yıldırım, Ü. (2005). *Türkiye’de sendikasyon kredileri*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Yenmez, B. (2005). *Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, işleyişleri ve Türkiye değerlendirmesi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Yılmaz, B. ve Şahin, E. (2009). Türev ürünlerinden swap işlemlerinin mali risk yönetiminde kullanımı. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 393-406. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/289258>
- Yılmaz, E. (2003). Sendikasyon kredileri. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 5(19), 145-154.
- Yiğit, M. (1999). Finansal piyasalarda globalleşme eğilimlerinin göstergesi olarak Euro-Dolar piyasası ve kıyı bankacılığı. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 71-80.
- Zeren, F. (2015). Doğrudan yabancı yatırımların CO2 emisyonuna etkisi: kirlilik hale hipotezi mi kirlilik cenneti hipotezi mi? *Journal of Yasar University*, 10 (37), 6381-6447.

Zortuk, D. ve Durman, M. (2008). Testing the relationship between trade balance and terms of trade: the case of Turkey. *Problems and Perspectives in Management*, 6(2), 39-43.

Terzi, H. ve Zengin, A. (1995). Türkiye’de kur politikası, ithalat, ihracat ve dış ticaret dengesi ilişkisinin ekonometrik analizi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(1-2), 247-266.

<https://www.globalcapital.com/syndicated-loans/data/league-tables>

<https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/tr/Home/Gelismis>

<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>

<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>

<https://www.sec.gov/>

https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/2552/mod_resource/content/3/Yat%C4%B1r%C4%B1m_%C5%9Eirketleri.pdf

S&P, Türkiye'nin notunu ve görünümünü değiştirmede. (01 Şubat 2020). *Dünya Gazetesi*.
<https://www.dunya.com/ekonomi/cimentoda-toplu-is-sozlesmesi-imzalandi-haberi-461630>

Moody’s Türkiye'nin notunu artırdı. (16.05.2012). *Bloomberg HT*.
<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1357777-moodys-turkiyenin-notunu-artirdi>

Moody’s, Türkiye'nin kredi notunu düşürdü. (08 Mart 2018). *Dünya Gazetesi*.
<https://www.dunya.com/finans/haberler/moodys-turkiyenin-notunu-dusurdu-haberi-406336>

EK 1. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2010-2009

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2010-12/31/2010</u>		<u>1/1/2009-12/31/2009</u>		
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>%Değişim</i>
Küresel	2.718.695,00	7.021	1.829.917,80	5.446,00	48,6%
Amerika	1.222.330,30	2.891	694.403,90	1.935,00	76,0%
Kuzey Amerika	1.999.059,70	2.913	650.514,50	1.329,00	84,3%
ABD	1.089.006,90	2.581	579.192,00	1.868,00	88,0%
Kanada	110.052,80	333	71.322,50	220,00	54,3%
Orta Amerika	1.081.134,00	21	25.488,10	19,00	-57,6%
Meksika	9.891,10	17	24.790,10	15,00	-60,1%
Güney Amerika	10.720,30	39	18.074,20	46,00	-40,7%
Peru	1.395,00	7	508,60	3,00	174,3%
Brezilya	7.844,30	23	15.020,90	26,00	-47,8%
Avrupa	818.308,30	1.090	608.474,90	915,00	34,5%
Batı Avrupa	761.721,90	967	563.907,00	825,00	35,1%
Almanya	96.335,60	110	104.172,70	67,00	-7,5%
Fransa	129.225,30	140	89.591,20	119,00	44,1%
Birleşik Krallık	190.884,60	195	82.841,80	148,00	130,4%
İtalya	48.954,90	95	23.911,00	74,00	104,7%
İspanya	94.535,30	181	105.127,50	189,00	-10,1%
Hollanda	35.813,90	60	35.180,30	54,00	1,8%
Belçika	34.667,60		15.312,10	21,00	129,4%
İsviçre	39.204,80	22	33.998,90	19,00	15,3%
İsveç	18.463,60	25	14.680,00	10,00	25,8%
Norveç	14.758,00	42	9.828,30	34,00	50,2%
Lüksemburg	18.214,80	20	21.033,10	11,00	-13,4%
Batı Avrupa	60.159,70	123	44.567,80	90,00	27,0%
Türkiye	14.417,90	29	13.258,30	28,00	8,7%
Rusya Federasyonu	32.098,00	48	19.017,60	23,00	68,8%
Polonya	3.735,80	14	1.648,80	5,00	126,6%
Afrika/Orta Doğu/Orta Asya	70.143,00	97	56.536,30	94,00	24,1%
Orta Doğu	45.527,50	54	37.961,20	48,00	19,9%
Birleşik Arap Emirlikleri	16.369,30	21	22.050,40	23,00	-25,8%
Sahra-Altı Afrika	14.344,50	25	13.594,00	31,00	5,5%
Güney Afrika	3.732,10	6	5.253,40	14,00	-29,0%
Asya Pasifik (Eski Orta Asya)	355.797,70	1.202	221.349,80	842,00	60,7%
Kuzey Asya	133.460,00	581	79.384,70	409,00	68,1%
Hong Kong	41.103,40	103	18.421,70	58,00	123,1%
Çin	23.075,60	105	28.197,30	63,00	-18,2%
Tayvan	55.581,80	290	22.068,00	209,00	151,9%
Güney Asya	89.429,80	240	50.371,20	144,00	77,5%
Hindistan	89.436,00	230	49.372,60	129,00	80,2%
Güneydoğu Asya	58.301,40	194	34.542,20	139,00	68,8%
Singapur	22.751,10	64	16.526,20	39,00	37,7%
Endonezya	8.306,70	33	8.170,00	40,00	1,7%
Malezya	11.108,40	39	3.825,00	20,00	190,4%
Tayland	8.997,50	31	2.941,30	19,00	205,9%
Vietnam	2.726,90	12	1.332,60	11,00	104,6%
Filipinler	3.819,90	14	1.704,30	9,00	124,1%
Avustralasya	74.606,50	187	57.051,70	150,00	30,8%
Avustralya	65.998,10	139	46.414,00	114,00	42,2%
Yeni Zelanda	8.608,40	48	5.891,10	34,00	46,1%
Japonya	252.115,70	1.653	249.153,10	1.662,00	1,2%

Kaynak: Thomson Reuters, 2010 verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK 2. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2012-2011

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2012-12/31/2012</u>	<u>1/1/2011-12/31/2011</u>			
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>%Değişim</i>
Küresel	3.226.847,10	8.329	3.974.721,40	9.020	-18,8%
Amerika	1.829.934,20	4.080	2.160.471,70	4.330	-15,3%
Kuzey Amerika	1.789.298,80	4.009	2.112.946,40	4.218	-15,3%
ABD	1.626.376,20	3.690	1.937.236,60	3.813	-16,0%
Kanada	162.922,60	323	175.709,80	409	-7,3%
Orta Amerika	18.527,00	28	14.080,50	31	31,6%
Meksika	17.563,60	23	1.266,00	24	38,7%
Güney Amerika	20.446,90	39	23.139,30	66	-29,8%
Şili	7.093,00	8	3.678,20	11	-55,2%
Brezilya	9.251,80	15	20.641,50	39	92,8%
Avrupa	648.160,50	1.125	1.031.966,90	1.539	-37,2%
Batı Avrupa	573.976,10	1.000	930.315,60	1.375	-38,3%
Almanya	87.213,10	167	119.966,80	177	-27,3%
Fransa	85.557,10	150	211.222,70	219	-59,5%
Birleşik Krallık	110.725,10	203	193.893,80	318	-42,9%
İtalya	32.329,10	47	29.309,80	78	-13,1%
İspanya	87.909,40	181	70.042,90	197	25,5%
Hollanda	26.082,50	51	67.075,90	87	-61,1%
İsviçre	50.810,90	38	58.481,00	39	-13,1%
İsveç	18.362,00	25	34.981,00	39	-47,5%
Norveç	17.055,20	54	32.474,10	60	-47,5%
Lüksemburg	8.488,20	9	26.773,50	26	-68,3%
Doğu Avrupa	74.184,40	128	101.650,30	164	-27,0%
Türkiye	19.932,50	37	25.610,00	41	-22,2%
Rusya Federasyonu	42.383,30	48	52.335,60	65	-19,0%
Polonya	4.020,30	10	12.450,40	15	-67,7%
Afrika/Orta Doğu/Orta Asya	73.984,30	132	65.929,60	120	12,2%
Orta Doğu	43.158,90	65	41.153,60	67	4,9%
Birleşik Arap Emirlikleri	15.885,50	27	13.025,90	32	22,0%
Sudi Arabistan	14.527,90	18	11.102,50	15	30,8%
Sahra-Altı Afrika	25.613,60	58	18.778,30	38	36,4%
Güney Afrika	10.829,40	29	9.442,20	17	14,7%
Gana	2.756,40	7	5.085,00	3	-45,8%
Asya-Pasifik (Eski Orta Asya)	352.707,60	1.204	440.023,00	1.346	-19,8%
Kuzey Asya	135.761,30	609	139.416,50	583	-2,6%
Hong Kong	44.748,80	119	51.209,10	111	-12,6%
Çin	40.220,70	177	28.749,80	124	39,9%
Tayvan	30.094,50	231	40.507,50	266	-25,7%
Güney Asya	55.790,00	178	82.866,40	241	-32,7%
Hindistan	55.254,90	171	82.387,50	232	-32,9%
Güneydoğu Asya	69.042,40	219	90.580,60	241	-23,8%
Singapur	33.768,20	91	42.251,10	81	-20,1%
Endonezya	8.596,30	43	14.397,40	56	-40,3%
Malezya	14.159,20	44	14.628,00	46	-3,2%
Filipinler	2.197,40	8	5.499,30	13	-60,0%
Avustralasya	92.114,00	198	127.159,60	282	-27,6%
Avustralya	79.964,00	147	112.724,90	220	-29,1%
Yeni Zelanda	11.981,50	50	14.288,20	61	-16,1%
Japonya	322.060,50	1.799	276.331,30	1.686	16,5%

Kaynak: Thomson Reuters, 2012 verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK 3. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2014-2013

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2014-12/31/2014</u>		<u>1/1/2013-12/31/2013</u>		
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	
Global	4.690.634,90	10.479	4.310.298,10	9.706	8,8%
Amerika	2.640.466,60	4.952	2.551.598,00	4.781	3,5%
Kuzey Amerika	2.577.342,40	4.789	2.519.623,10	4.684	2,3%
ABD	2.339.980,00	4.288	2.324.335,10	4.288	0,7%
Kanada	237.362,40	503	195.288,00	401	21,5%
Orta Amerika	19.593,00	41	12.621,70	34	55,2%
Meksika	18.235,70	33	11.901,50	27	53,2%
Güney Amerika	36.373,20	114	18.053,80	58	101,5%
Şili	4.934,60	21	5.456,40	15	-9,6%
Brezilya	19.169,90	50	7.253,70	24	164,3%
Avrupa	1.114.170,80	1.607	859.017,90	1.382	29,7%
Batı Avrupa	1.049.169,90	1.492	755.253,90	1.239	38,9%
Almanya	191.080,20	233	144.781,00	212	32,0%
Fransa	168.141,20	249	127.568,40	192	31,8%
Birleşik Krallık	272.193,90	366	165.643,40	298	64,3%
İtalya	44.253,00	104	46.116,70	84	-4,0%
İspanya	67.311,10	144	60.879,20	150	10,6%
Hollanda	75.631,20	105	46.658,10	78	62,1%
İsviçre	60.146,00	31	52.079,20	26	15,5%
İsveç	38.229,40	42	22.494,40	30	70,0%
Norveç	36.382,90	78	19.742,70	45	84,3%
Danimarka	16.573,60	10	10.981,40	12	50,9%
Doğu Avrupa	65.000,90	115	103.764,00	143	37,4%
Türkiye	24.086,20	39	35.613,00	45	-32,4%
Rusya Federasyonu	19.119,50	25	44.551,30	44	-57,1%
Polonya	11.573,80	17	6.172,30	15	-87,5%
Afrika/Orta Doğu/Orta Asya	86.735,20	158	105.195,40	174	-17,5%
Orta Doğu	54.199,50	87	66.051,80	97	-17,9%
Birleşik Arap Emirlikleri	22.998,20	47	38.609,90	56	-40,4%
Sudi Arabistan	13.094,40	14	16.901,60	17	-22,5%
Sahra-Altı Afrika	24.734,80	53	36.636,20	64	-32,5%
Güney Afrika	6.997,00	10	11.346,70	18	-38,5%
Gana	4.325,00	5	1.538,80	2	181,1%
Asya-Pasifik (Eski Orta Asya)	628.975,40	1.861	516.789,80	1.539	21,7%
Kuzey Asya	292.588,50	1156	254.271,70	786	15,1%
Hong Kong	93.936,80	207	77.016,20	156	22,0%
Çin	144.162,80	659	122.173,50	337	18,0%
Tayvan	31.789,10	224	32.431,80	207	-2,0%
Güney Asya	78.316,90	211	58.344,30	222	34,2%
Hindistan	76.296,60	202	57.763,80	218	32,1%
Güneydoğu Asya	106.042,70	226	89.723,60	260	18,2%
Singapur	53.080,10	98	40.499,20	90	31,1%
Endonezya	17.080,10	63	14.911,80	57	14,5%
Malezya	18.114,10	26	12.396,90	42	46,1%
Filipinler	3.517,50	10	6.441,30	19	-45,4%
Avustralasya	152.027,30	268	114.450,20	271	32,8%
Avustralya	132.456,40	206	101.585,40	218	30,4%
Yeni Zelanda	19.270,90	61	12.264,70	52	57,1%
Japonya	220.286,90	1.941	277.697,10	1.870	-20,7%

Kaynak: Thomson Reuters, 2014 verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK 4. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2016-2015

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2016-12/31/2016</u>		<u>1/1/2015-12/31/2015</u>		<i>%Değişim</i>
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	
Global	3.990.589,60	9.302	4.426.792,20	10.359	-9,9%
Amerika	2.321.378,00	4.198	2.420.335,60	4.552	-4,1%
Kuzey Amerika	2.283.529,70	4.075	2.359.225,60	4.397	-3,2%
ABD	2.090.625,20	3.630	2.149.261,90	3.901	-2,7%
Kanada	192.904,50	450	209.963,80	498	-8,1%
Orta Amerika	13.348,60	42	23.414,80	37	-43,0%
Meksika	12.198,50	32	22.689,80	34	-46,2%
Güney Amerika	20.346,50	75	30.854,90	104	-34,1%
Şili	7.849,70	20	6.157,30	22	27,5%
Kolombiya	4.993,30	12	5.197,10	9	-3,9%
Europe	812.315,70	1.484	1.083.185,70	1.927	-25,0%
Western Europe	745.110,80	1.361	1.016.360,60	1.779	-26,7%
Almanya	145.161,90	201	139.011,10	264	4,4%
Fransa	102.716,40	228	135.693,80	257	-24,3%
Birleşik Krallık	138.584,80	226	281.605,80	416	-50,8%
İtalya	39.136,90	122	74.733,10	149	-47,6%
İspanya	65.430,10	230	78.505,40	257	-16,7%
Hollanda	43.835,70	82	56.947,90	98	-23,0%
İsviçre	74.130,50	35	60.513,50	36	22,5%
İsveç	27.246,70	33	24.318,60	35	12,0%
Lüksemburg	12.772,30	18	17.488,80	29	-27,0%
Norveç	21.616,00	58	24.153,90	77	-10,5%
Danimarka	5.590,80	12	10.455,00	19	-46,5%
Doğu Avrupa	67.205,00	123	66.825,20	149	0,6%
Türkiye	23.502,30	43	38.053,20	54	-38,2%
Rusya Federasyonu	25.680,80	22	6.390,40	16	301,9%
Polonya	3.168,50	11	9.289,90	19	-65,9%
Afrika/Orta Doğu/Orta Asya	123.221,70	154	156.565,80	211	-21,3%
Orta Doğu	79.991,20	91	110.275,10	107	-27,5%
Kuveyt	4.765,00	2	7.560,00	6	-37,0%
Bahreyn	3.974	7	360,00	2	1003,8%
Sahra-Altı Afrika	30.440,80	52	35.906,20	81	-15,2%
Güney Afrika	17.174,20	17	17.508,40	36	-1,9%
Gana	4.442,00	6	2.485,10	5	78,7%
Asya-Pasifik (Eski Orta Asya)	497.866,20	1.471	545.791,00	1.660	-5,0%
Kuzey Asya	291.872,90	911	316.745,70	972	-8,8%
Hong Kong	106.497,90	175	88.157,20	197	-7,9%
Çin	132.258,10	490	148.917,70	482	20,8%
Tayvan	34.216,00	204	46.525,40	213	-26,5%
Güney Asya	41.706,20	196	55.131,80	223	-24,4%
Hindistan	39.830,90	185	53.712,40	215	-25,8%
Güneydoğu Asya	83.106,80	181	79.248,60	219	4,9%
Singapur	38.675,70	72	39.993,80	96	-3,3%
Endonezya	16.155,40	46	10.548,80	37	53,1%
Malezya	9.788,80	25	13.990,80	35	-30,0%
Filipinler	4.543,90	14	7.663,50	20	-40,7%
Avustralasya	81.180,30	184	94.664,90	246	-14,2%
Avustralya	73.011,60	149	81.678,20	189	-10,6%
Yeni Zelanda	8.168,70	35	12.686,70	56	-35,6%
Japonya	235.808,00	2.020	220.913,90	2.047	6,7%

Kaynak: Thomson Reuters, 2014 verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK 5. Küresel Sendikasyon Kredileri, 2018-2017

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2018-12/31/2018</u>		<u>1/1/2017-12/31/2017</u>		<i>%Değişim</i>
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>	
Küresel	5.034.691,0	9.988	4.656.600,2	10.251	8.1%
Amerika	3.237.375,7	5.060	2.976.607,1	5.106	8.8%
Kuzey Amerika	3.179.865,0	4.937	2.930.294,5	4.990	8.5%
ABD	2.912.476,8	4.362	2.689.504,8	4.436	8.3%
Kanada	267.388,2	582	240.789,8	559	11,0%
Orta Amerika	22.370,9	61	22.530,7	46	-0.7%
Meksika	21.159,4	53	19.483,1	35	8.6%
Güney Amerika	32.224,7	55	16.038,4	55	100.9%
Şili	3.788,7	9	2.633,8	12	43.8%
Kolombiya	1.753,3	6	2.537,8	6	-30.9%
Avrupa	914.772,8	1.459	845.684,3	1.445	8.2%
Batı Avrupa	865.968,8	1.379	797.049,5	1.344	8.6%
Almanya	128.309,9	179	125.888,7	197	1.9%
Fransa	163.229,3	277	121.883,4	278	33.9%
Birleşik Krallık	178.674,1	226	180.635,0	212	-1.1%
İtalya	73.674,9	131	67.132,4	128	9.7%
İspanya	84.021,1	228	73.537,1	220	14.3%
Hollanda	71.069,7	77	52.172,3	70	36.2%
İsviçre	44.751,6	35	46.000,9	40	-2.7%
İsveç	11.818,4	29	25.535,1	37	-53.7%
Lüksemburg	27.340,2	24	18.376,3	28	48.8%
Norveç	19.491,4	48	12.590,4	32	54.8%
Danimarka	13.610,0	12	11.049,0	13	23.2%
Doğu Avrupa	48.804,0	90	48.634,8	101	0.3%
Türkiye	16.856,4	30	23.714,7	48	-28.9%
Çek Cumhuriyeti	6.753,8	5	3.877,0	5	74.2%
Rusya Federasyonu	6.680,0	15	11.799,4	15	-43.4%
Poland	8.466,9	12	4.227,1	10	100.3%
Afrika/Orta Doğu/Orta					
Asya	135.422,9	189	85.896,4	129	57.7%
Orta Asya	96.461,2	88	53.784,3	61	79.3%
Kuveyt	7.217,5	8	5.145,0	4	40.3%
Bahreyn	2.180,0	4	426,0	3	411.7%
Sahra-Altı Afrika	25.376,1	76	27.847,9	58	-8.9%
Güney Afrika	16.819,2	50	11.281,70	29	49.1%
Gana	2.900,0	3	4.700,00	4	-38.3%
Asya-Pasifik (Eski Orta					
Asya)	514.541,1	1.371	509.587,0	1.553	1,0%
Kuzey Asya	272.142,9	735	265.789,8	799	2.4%
Hong Kong	110.603,7	217	118.012,6	222	-6.3%
Çin	111.261,7	317	102.582,8	368	8.5%
Tayvan	35.956,3	186	37.054,2	175	-3%
Güney Asya	44.772,2	192	61.835,8	277	-27.6%
Hindistan	42.732,6	181	56.034,8	252	-23.7%
Güneydoğu Asya	95.999,4	221	89.937,0	221	6.7%
Singapur	51.663,6	91	41.475,6	81	24.6%
Endonezya	20.188,4	61	24.660,5	65	-18.1%
Malezya	15.290,4	28	11.604,6	33	31.8%
Vietnam	3.920,3	16	1.816,3	13	115.8%
Filipinler	2.963,1	11	4.197,5	10	-29.4%
Avustralasya	101.626,6	224	92.025,1	256	10.4%
Avustralya	95.534,0	203	83.760,9	212	14.1%
Yeni Zelanda	5.902,6	20	7.354,2	42	-19.7%
Japonya	232.578,6	1.936	238.824,8	2.072	-2.6%

Kaynak: Thomson Reuters, 2018 verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK.6 Küresel Sendikasyon Kredileri, 2019

<i>Bölge/Millet</i>	<u>1/1/2019-12/31/2019</u>	
	<i>Hacim (Milyon Dolar)</i>	<i>#İşlem Adetleri</i>
Küresel	4.459.528,40	9.614
Amerika	2.740.356,70	4.723
Latin Amerika	69.427,80	137
Brezilya	16.876,80	19
Meksika	35.593,40	66
Kuzey Amerika	2.669.096,90	4.580
ABD	2.411.109,70	3.973
Kanada	257.987,20	611
Afrika/Orta Doğu/Orta Asya	93.628,30	163
Orta Doğu	63.845,10	72
Sudi Arabistan	21.099,20	12
Birleşik Arap Emirlikleri	29.211,10	41
Kuzey Afrika	1.906,00	6
Sahra-Altı Afrika	25.985,20	80
Avrupa	891.432,90	1.492
Doğu Avrupa	56.647,30	100
Polonya	10.215,90	12
Rusya Federasyonu	9.644,10	15
Türkiye	22.197,00	36
Batı Avrupa	834.785,70	1.392
Fransa	151.185,40	275
Almanya	135.897,20	201
İspanya	73.895,90	224
Birleşik Krallık	163.058,30	215
Asya-Pasifik (Eski Orta Asya)	496.561,80	1.461
Avustralya	75.964,10	206
Çin	93.504,70	400
Hong Kong	137.481,40	229
Hindistan	39.852,00	161
Singapur	45.620,70	92
Güneydoğu Asya	94.811,70	195
Japonya	237.548,60	1.803

Kaynak: Refinitiv verilerinden yararlanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

EK. 7
Örnek Sendikasyon Kredisi Uygulaması
1. Taraflar

Borçlu (Borrower): F. Telecom

Kreditörler (Lenders): Barclays Capital, Calyon, Citibank International PLC, SG Corporate&Investment Banking, ABN Ambro Bank NV, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, The Bank of Tokyo-Mitsubishi LTD., BNP Paribas, CCF, ICDX Finance-BNP Paribas, CCF, CDX Finans Credit Mutual-CIC, Deutsche Bank AG, Dresdner Kleinwort, Wasserstein LTD., Bank of Scotland plc, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, Westlb AG, Paris.

Görevlendirilmiş Lider Aranjörler (Mandated Lead Arrangers): Westlb AG, Paris

Ajan (Agent): Societe Generale

2. Kredi

(a) Kredi Türü: Çok Para Birimli Döner Kredi

(b) Tutar ((Facility Amount)) ve Vade (Maturity): 10.000.000.000 €

Toplam maksimum 2.500.000.000 € tutarında taahhütlü 364 günlük çok para birimli döner kredi olanağı (" Tesis A ")

Alt krediler de dâhil olmak üzere toplam maksimum 7.500.000.000 € tutarında taahhütlü 5 yıllık çok para birimli döner kredi olanağı (" Tesis B ")

(c) Amaç (Purpose):

(1) Borçlu, ödünç aldığı tüm tutarları uygulayacaktır:

- (i) Mevcut Kredi Sözleşmeleri kapsamında borçlanmanın yeniden finansmanına yönelik Tesis A kapsamında ve bu tutarları diğer borçlulukların yeniden finansmanına ve işletme sermayesi amaçlarına ve
- (ii) Genel kurumsal amaçları için Tesis B kapsamında uygulayabilir.

(2) Swingline Advance (işletmelere borç taahhütlerini karşılamak için fonlara erişim sağlayan finansal kurumlar tarafından verilen kısa vadeli bir kredidir), başka bir Swingline Advance'in geri ödemesinde veya ön ödemesinde uygulanamaz.

3. Kredi Koşulları

(a) Başlangıç Ön Koşulları (Conditions Precent):

- (1) Koşullar olarak listelenen tüm belgeleri ve diğer kanıtları Tesis Temsilcisini makul ölçüde tatmin edici biçim ve içerikte almadıkça, hiçbir kullanım talebi yerine getirilemez.
- (2) Tesis Temsilcisi, bu belirtilen koşulların yerine getirilmesi durumunda Borçluyu ve Kredi Verenleri derhal bilgilendirecektir.

(b) Diğer Ön Koşulları:

Kredi Verenler, kullanım talebinin yapıldığı tarihte her durumda aşağıdaki hükümlere uymakla yükümlü olacaktır:

- (i) Hiçbir temerrüt durumu devam etmiyor olacaktır.
- (ii) Borçlu tarafından yapılacak beyanlar her bakımdan doğrudur.

c) İsteğe Bağlı Para Birimleri İlgili Koşullar:

Para birimi, Avans ile ilgili olarak İsteğe Bağlı Para Birimi oluşturacaktır. Kotasyon Günü ve Kullanım Tarihinde İlgili Bankalar arası Piyasada gerekli tutarda ve serbestçe Baz Para Birimine çevrilebilir. Bu Avans için, hiçbir zaman 5'ten fazla İsteğe Bağlı Para Birimi cinsinden ödenmemiş Avanslar olmaması koşulu mevcuttur.

(d) Kullanılabilirlik Periyodu (Availability Period):

(1) *Kullanım Talebinin Teslimi:* Borçlu, Tesis Temsilcisine usulüne uygun olarak kullanım talebini ileterek, Tesis A'yı veya Tesis B'yi kullanabilir. Kullanım talebi, belirtilen saatten geç olmamak üzere tamamlanır.

(2) *Kullanım Talebinin Tamamlanması:*

- (i) Kullanım talebinin teslimi uyarınca Tesis Temsilcisine teslim edilen her kullanım talebi geri alınamaz.
- (ii) Kullanım talebinin teslimi uyarınca Tesis Temsilcisine teslim edilen her kullanım talebinde yalnızca bir avans talep edilebilir.

4. Geri Ödeme, Ön Ödeme, Devir ve İptal

(a) Geri Ödeme (Repayment):

(1) *Tesis A Avansının Geri Ödenmesi:* Borçlu, her bir Tesis A avansını faiz döneminin son gününde geri ödeyecektir.

(2) *Kredi B Avanslarının Geri Ödenmesi:* Borçlu, her bir Tesis B avansını faiz döneminin son gününde geri ödeyecektir.

(b) Ön Ödeme ve İptal (Pre-Payment and Cancellation):

(1) *Yasa Dışı Olma Durumunda Ön Ödeme:*

Herhangi bir yargı alanında bir Borç Veren bu Sözleşmede öngörülen yükümlülüklerinden herhangi birini yerine getirmesi veya herhangi bir Avans'a katılımını finanse etmesi yasadışı hale gelirse:

- (i) Borç Veren, bu olaydan haberdar olur olmaz Tesis Temsilcisini derhal bilgilendirecektir.
- (ii) Tesis Temsilcisinin Borçluyu bilgilendirmesi üzerine, bu Borç Veren Taahhüdü derhal iptal edilecektir.
- (iii) Kredi Veren Borçluya bildirimde bulunmasından sonra meydana gelen her Avans için faiz döneminin son gününde kendisine yaptığı avanslara katılımını veya daha erken ise, Borç Veren tarafından kendisine teslim edilen bildirimde belirtilen tarihi ödeyecektir.

(2) *Kontrol Değişikliğinde Zorunlu Ön Ödeme:*

- (i) Borçlu'nun oy kullanma hakkını taşıyan çıkarılmış sermayesinin %50'sinden fazlasının, birlikte hareket eden herhangi bir kişi veya gruba ait olduğu bir durum ortaya çıkarsa, Borçlu ve Borç Verenler, 60 günden fazla olmayan bir süre için müzakerelere gireceklerdir (Müzakere Süresi). Müzakere Dönemini takiben Borç Verenler, Tesislerin devam edip etmeyeceği konusunda Borçlu ile oybirliğiyle anlaşmaya varamazlar ve bu tür bir devam etme koşulları daha sonra Tesislerin devamını kabul etmeyen bir Borç Veren, Borçludan Avanslara katılımını önceden ödemesini ve Taahhüdünün tamamen iptal edilmesini isteme hakkına sahip olacaktır.
- (ii) Bu Madde, "kontrol değişikliğinde zorunlu ön ödeme" uyarınca yapılması gereken ön ödemeler, ilgili Avanslarla ilgili cari faiz dönemlerinin son gününde yapılacaktır.
- (iii) Bu "kontrol değişikliğinde zorunlu ön ödeme" maddesi uyarınca bir Borç Veren taahhüdünün iptali, Müzakere Döneminin son gününden sonraki bir sonraki iş gününden itibaren yürürlüğe girecektir.

(3) *Zorunlu Ön Ödeme (Mandatory Pre-payment):*

Borçlunun oy kullanma hakkını taşıyan çıkarılmış sermayesinin %50'sinden fazlasının uyumlu hareket eden herhangi bir kişi veya gruba ait olduğu bir durum meydana gelirse, Borçlu ve Borç Verenler, 60 günden fazla olmayan süre ("Müzakere Süresi") ve Müzakere Dönemini takiben, Borç Verenler, Tesislerin devam edip etmeyeceği ve bu devam etme koşulları konusunda Borçlu ile oybirliğiyle anlaşmaya varamamışlarsa, o zaman bir Borç Veren Tesislerin devamını kabul etmemişse, Borçludan

Avanslara katılımını önceden ödemesini ve Taahhüdünün tamamen iptal edilmesini isteme hakkına sahip olacaktır.

(4) Gönüllü Erken Ödeme (Voluntary Early Payment):

Borçlu, Tesis Temsilcisine en az 5 İş Günü veya 1 İş Günü (veya her iki durumda da) verirse, önceden bildirimde bulunarak, bir Avansın tamamını veya bir kısmını önceden ödeyebilir

(5) İptal/Ön Ödeme (Cancellation/Pre-Payment):

Borçlu, Tesis Temsilcisine 5 İş Gününden az olmamak üzere (veya Çoğunluk Kreditorlerinin kabul edebileceği daha kısa bir süre) önceden bildirimde bulunursa, tamamını veya herhangi bir kısmını (minimum 50.000.000 € tutarındaki ve ayrılmaz bir katsayı ile) iptal edebilir. Borçlu Tesis Temsilcisine en az 5 İş Günü veya 1 İş Günü (veya her iki durumda da bu kadar kısa) verirse, Çoğunluk Kreditorlerinin kabul edebileceği süre) önceden bildirimde bulunarak, bir Avansın tamamını veya bir kısmını önceden ödeyebilir.

(c) Transfer edilebilirlik (Transferability):

Bir Borç Veren ("Mevcut Borç Veren") Borçluya önceden bildirimde bulunarak, başka bir bankaya veya saygın finans kuruluşuna ("Yeni Borç Veren") haklarından herhangi birini devredebilir.

(5) Kullanım Maliyetleri

(a) Faiz Oranı:

(1) Faizin hesaplanması:

- (a) Her bir Faiz Dönemi için her Avansın faiz oranı (Swingline Advance hariç), geçerli olanların toplamı olan yıllık yüzde oranıdır:
 - (i) Marj,
 - (ii) LIBOR veya Euro cinsinden herhangi bir Avans ile ilgili olarak EURIBOR ve
 - (iii) Ek Maliyet Oranı.
- (b) Her Faiz Dönemi için her Swingline Advance üzerindeki faiz oranı günden güne tahakkuk edecektir ve Dollar Swingline Temsilcisi tarafından dolar Swingline Oranı olarak belirlenen yıllık yüzde oranıdır veya Euro Swingline Temsilcisi (herhangi bir Euro Swingline Advance olması durumunda) Euro Swingline Oranı olacaktır.

(2) Faizin ödenmesi: Borçlu, her bir Faiz Döneminin son gününde (ve Faiz Dönemi altı Aydan uzunsa, Faiz Dönemi'nin ilk gününden sonra 6 aylık aralıklarla düşen tarihlerde) her Avans için tahakkuk eden faizi ödeyecektir.

(3) Gecikme faizi:

- (a) Borçlu, vade tarihinde bir Finansman Belgesi kapsamında ödenmesi gereken herhangi bir tutarı ödemezse, vade tarihinden fiili ödeme tarihine kadar olan vadesi geçmiş tutar için 1,00 oranında faiz tahakkuk edecektir (hem yargılamadan önce hem de sonra). Bu Madde gecikme faizi kapsamında tahakkuk eden herhangi bir faiz, Tesis Temsilcisinin talebi üzerine Borçlu tarafından derhal ödenecektir.
- (b) Vadesi geçmiş bir tutardan kaynaklanan gecikme faizi (ödenmemişse), ancak Fransız Medeni Kanunu'nun 1154.Maddesi anlamında, söz konusu faizin en az bir yıllık bir süre için vadesi gelmişse ancak derhal vadesi kalacaktır ve ödenebilir.

(4) Faiz oranlarının bildirilmesi:

Tesis Temsilcisi, bu Anlaşma kapsamındaki faiz oranının belirlenmesi konusunda Borç Verenlere ve Borçluya derhal bildirimde bulunacaktır.

(5) Faiz Dönemleri: Her Tesis A Avansı ve her Tesis B Avansının yalnızca bir Faiz Dönemi vardır.

(b) Marj:

- (ii) LIBOR veya Euro cinsinden herhangi bir Avans ile ilgili olarak EURIBOR ve
- (iii) Ek Maliyet Oranı.

(c) Libor:

- (a) LIBOR ile ilgili olarak, ilgili para birimi ve dönem için İngiliz Bankacılar Birliği Faiz Uzlaşma Oranı ve
- (b) EURIBOR ile ilgili olarak, Avrupa Birliği Bankacılık Federasyonu tarafından ilgili dönem için belirlenen yıllık yüzde oranı,

Telerate ekranının uygun sayfasında görüntülenir. Mutabık kalınan sayfa değiştirilirse veya hizmet sona ererse, Tesis Temsilcisi Borçlu ve Borç Verenlere danıştıktan sonra uygun oranı gösteren başka bir sayfa veya hizmet belirtebilir.

(d) Referans Bankaları: LIBOR ile ilgili olarak, Barclays Bank PLC, Citibank International plc, Calyon ve Société Générale'nin ana Londra ofisleri ve EURIBOR ve Euro Swingline Rate ile ilgili olarak Barclays Bank PLC, Citibank'ın ana Paris ofisleri anlamına gelir.

(e) Ücretler:

(i) Taahhüt Ücreti (Commitment Fee):

- (a) Bu Sözleşmenin tarihinden itibaren başlayan 3 aylık her bir ardışık dönem ve Tesis A Kullanılabilirlik Dönemi'nin veya duruma göre Tesis B Kullanılabilirlik Dönemi'nin son gününde sona eren daha kısa dönemler için Borçlu taahhüt komisyonu ödeyecektir.
- (b) Tahakkuk eden taahhüt ücreti, her Taahhüt Ücreti Döneminin son gününde ödenir.

(ii) Kullanım Ücreti (Usage Fee): Borçlu, Tesis B Ödemelerinin %50'yi aşan bir miktarda olduğu her gün için yıllık %0,05 oranında günlük bazda hesaplanan Tesis Temsilcisine (her bir Borç Vereninin hesabı için, Tesis B Ödenmemiş Tutarlarına katılımıyla orantılı olarak) Tesis B Ödenmemiş Ödeneklerine ilişkin olarak baz Para Birimi cinsinden bir kullanım ücreti ödeyecektir.

(iii) Ajans Ücreti (Agency Fee): Borçlu, Tesis Temsilcisine (kendi hesabı için) bir Ücret Mektubunda kararlaştırılan miktarda ve zamanlarda bir acente ücreti ödeyecektir

(iv) Dönem Dışı Opsiyon Ücreti (Term-out Fee): Borçlu, yapılan herhangi bir Dönüştürme Talebinin tarihinden itibaren 5 gün içinde Tesis Temsilcisine (Tesis A'ya katılan Kredi Verenlerin hesabı için, Tesis A'daki katılımlarına orantılı olarak) ödeme yapacaktır.

(f) Vergiler:

(i) Brüt Vergi: Borçlu, kanunen bir Vergi İndirimi gerekmedikçe, herhangi bir Vergi Kesintisi olmaksızın kendisi tarafından yapılacak tüm ödemeleri yapacaktır.

(ii) Katma Değer Vergisi: Borçlu tarafından bir Finansman Tarafına bir Finansman Belgesi kapsamında ödenecek tüm bedeller, herhangi bir KDV'den hariç tutulacaktır. KDV uygulanabilir ise, Borçlu Finans Tarafına (bedelin ödenmesine ek olarak ve aynı zamanda) KDV tutarına eşit bir meblağ ödeyecektir.

(iii) Damga Vergisi: Borçlu, herhangi bir Finansman Belgesi ile ilgili olarak ödenmesi gereken tüm damga vergisi, tescil ve diğer benzeri Vergiler ile ilgili olarak Finans Tarafının maruz kaldığı her türlü maliyet, kayıp veya yükümlülüğe karşı talepten itibaren 3 İş Günü içinde her Finans Tarafına ödeyecek ve tazmin edecektir

(6) Teminatlar ve Taahhütler

(a) Teminatlar (Representations):

(1) Statü (Status): Borçlu, usulüne uygun olarak düzenlenmiş ve Fransa Cumhuriyeti yasalarına göre var olan ve Finansman Belgeleri kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirmek için Fransa Cumhuriyeti yasalarına göre güç ve yetkiye sahiptir.

(2) İhlal etmeme (Non-contravention) (Bir yasayı, antlaşmayı veya başka bir kararı ihlal eden bir eylem) Finansman Belgelerinin uygulanması ve Finansman Belgeleri kapsamındaki yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, Borçlu tarafından gerekli tüm eylemlerle usulüne uygun olarak yetkilendirilmiştir ve aşağıdakileri yapmaz ve etmeyecektir:

- (a) Borçluyu veya herhangi bir Maddi Bağlı Ortaklığı veya bunların herhangi bir varlığını bağlayıcı veya etkileyen herhangi bir sözleşmeye bağlı kısıtlamanın ihlaline yol açarak, bir Önemli Olumsuz Değişiklikle sonuçlanan veya sonuçlanması makul olarak beklenebilecek veya
- (b) Kurucu belgelerine aykırı veya
- (c) Herhangi bir geçerli yasa veya yönetmeliği ihlal etmek.

(3) Yetkiler (Authorisations): Finansman Belgelerinin Borçlu tarafından yerine getirilmesi, teslim edilmesi ve yerine getirilmesi için herhangi bir resmi makam veya düzenleyici kurum tarafından herhangi bir Yetkilendirme (değişim kontrol onayı dâhil) veya başka bir işlem yapılması ve bunlara herhangi bir bildirimde bulunulması veya bu kuruluşa başvurulması gerekmez.

(4) Finansman Belgeleri (Financing Documents): Fransa Cumhuriyeti yasalarına göre Borçlu aleyhine icra edilmesi için Fransa Cumhuriyeti yasalarına göre uygun yasal biçimde ve Fransa Cumhuriyeti'nde Finansman Belgelerinin yasallığını, geçerliliğini, icra edilebilirliğini veya kabul edilebilirliğini sağlamak için, yeminli bir tercüman tarafından Fransızca'ya tercüme edilmek üzere, Finansman Belgelerinin veya başka herhangi bir belgenin dosyalanması, kaydedilmesi veya Fransa Cumhuriyeti'ndeki herhangi bir mahkeme veya başka bir makam nezdinde kaydedilmiş veya herhangi bir damga, tescil veya benzeri verginin Finansman Belgelerine veya bunlarla ilgili olarak ödenmesi gerekli değildir.

(5) Dava (Litigation): Herhangi bir mahkeme veya idari kurum tarafından veya nezdinde Borçlunun bilgisi veya inancı, Borçluya veya herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluşa veya mülklerinden herhangi birine karşı veya onları etkileyen tehdit edilen eylemler, davalar veya kovuşturmalar yoktur.

(6) Dokunulmazlık Yok (No Immunity): Borçlu, Finansman Belgeleri kapsamındaki yükümlülükleri bakımından medeni ve ticari hukuka tabidir ve Finansman Belgelerinin Borçlu tarafından icrası, teslimi ve ifası, kamu veya hükümet eylemlerinden ziyade özel ve ticari eylemler teşkil eder. Ne Borçlu ne de mülklerinden herhangi birinin herhangi bir mahkemenin yargı yetkisinden veya mahsup veya herhangi bir yasal süreçten (ister hizmet veya ihbar yoluyla, karar öncesinde haciz, icra yardımına haciz, infaz veya başka türlü) Fransa Cumhuriyeti yasalarında herhangi bir dokunulmazlığı yoktur.

(7) Varsayılan Durumlar Yok (No Default): Ne Borçlu ne de herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluş, herhangi bir ipotek, rehin, teminat senedi, kefalet veya taraf olduğu veya temerrüt veya ihlal ile sonuçlanabilecek herhangi bir başka araç veya anlaşma kapsamında temerrüde düşmemektedir.

(8) Pari Passu: Bu Anlaşma tarihinde yürürlükte olan Fransa Cumhuriyeti yasalarına göre, Borçlunun bu Anlaşma kapsamındaki yükümlülükleri, Borçlunun diğer tüm teminatsız ve tabi olmayan Borçluluğu ile ödeme önceliğine göre en az "pari passu" sıralanır ve sıralanacaktır.

(9) İpotek/Rehin Yok (No Encumbrances): Borçlu'nun veya onun Önemli Bağlı Ortaklıklarının varlıklarının tamamında veya herhangi bir kısmında İzin Verilen dışında hiçbir ipotek veya rehin yoktur

(10) Bilgiler (Information):

- (a) Borçlu tarafından hazırlanan ve Kredi Verencilere sağlanan tüm yazılı bilgiler (Bilgi Paketinde yer alanlar dâhil), olgusal bilgiler söz konusu olduğunda, tüm önemli yönlerden veya mali projeksiyonlar söz konusu olduğunda, gerçek ve doğrudur, hazırlık sırasında makul olan varsayımlar temelinde hazırlanmıştır.
- (b) En son denetlenmiş konsolide mali tablolar ve Borçlunun 6 aylık raporu, hazırlandıkları tarih itibarıyla Borçlunun mali durumunu ve Grup faaliyetlerinin sonuçlarını gerçeğe uygun bir şekilde sunmaktadır. Bu tarihte sona eren ilgili dönem için ve Fransa Cumhuriyeti'nde genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre hazırlanmış olup, tutarlı bir şekilde düzenlenmiştir.

(11) Temerrüt Olayı (Events of Default): Devam eden Temerrüt Olayı yoktur.

(12) Önemli Olumsuz Değişiklik (Material Adverse Change): 31 Aralık 2003 tarihinden bu yana herhangi bir Önemli Olumsuz Değişiklik meydana gelmemiştir.

(b) Genel Taahhütler (Warranties):

Taahhütler, Finansman Belgeleri kapsamındaki herhangi bir meblağ veya herhangi bir Taahhüt yürürlükte olduğu sürece, bu Anlaşmanın tarihinden itibaren yürürlükte kalacaktır.

(1) Pari Passu: Borçlu, işbu Anlaşma kapsamındaki yükümlülüklerinin her zaman diğer tüm mevcut ve gelecekteki teminatsız ve bağımlı olmayan Borçlulukları ile en azından eşit seviyede olmasını sağlayacaktır.

(2) Yasalara Uyum: Borçlu, ilgili tüm yasalara uyacak ve Borçlunun Finansman Belgeleri kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirmesi için veya Fransa Cumhuriyeti'nde kanıt olarak yasallığı, geçerliliği uygulanabilirliği veya kabul edilebilirliği sağlamak için gerekli olan tüm Yetkileri alacaktır.

(3) Negatif Rehin: Borçlu, Tesisler eşit ve orantılı olarak güvence altına alınmadıkça ne kendisinin ne de herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluşunun herhangi bir Yükümlülük (İzin Verilen Ekten başka) oluşturmamasını veya buna izin vermemesini sağlayacaktır.

(4) Elden Çıkarma: Borçlu ne kendisinin ne de herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluşunun emsallerine uygun şartlar dışında herhangi bir Elden Çıkarma yapmayacağını temin edecektir.

(5) Önemli İştiraklerin Net Borçlanmaları: Borçlu, tüm Maddi Bağlı Ortaklıkların borçlu olduğu Nakit ve Nakit Benzerleri ve Menkul Kıymetler hariç, toplam Brüt Borçlanmanın Grubun toplam konsolide varlıklarının oranı hiçbir zaman %20'yi aşmayacağını temin edecektir.

(6) Varsayılan Olaylar (Events of Defaults): Ödemede başarısızlık, yanlış beyan, diğer yükümlülükler, çapraz temerrüt, alacaklıların süresi, tasfiye, moratoryum vb., iflas, iflas takibi, benzer olaylar, hukuksuzluk, işin durdurulması, borçların muaccel hale gelmesi olarak belirtilen olay veya koşulların her biri bir Temerrüt Durumdur.

Ödeme Başarısızlık (Failure to Pay): Borçlu, vade tarihinden itibaren 5 İş Günü içinde bu tür bir aksaklık giderilmediği sürece, Finansman Belgeleri kapsamında ödenmesi gereken herhangi bir anapara, faiz veya ücretin ödemesini yapamaz.

Yanlış beyan (Misrepresentation): Borçlu tarafından bu Sözleşmede veya bu Sözleşmeye uygun olarak Borçlu tarafından teslim edilen diğer herhangi bir belge, sertifika veya yazılı beyanda yapılan herhangi bir beyan veya yanlış beyan ve bu tür bir beyanı veya ifadeyi yanlış kılan koşulların bu şekilde değiştirilebilir olması durumunda bu tür bir beyan veya ifade doğru ise, bu tür koşullar, Tesis Temsilcisinin Borçluya bu tür bir beyan veya ifadenin yanlış olduğunu bildirmesinden sonraki 30 gün içinde bu kadar değişmez.

Diğer Yükümlülükler (Other Obligations): Borçlu, işbu Sözleşme kapsamındaki diğer yükümlülüklerinden herhangi birini yerine getiremez ve bu başarısızlık, telafi edilebilecek nitelikte ise, bu tür bir başarısızlığın Tesis Temsilcisi tarafından Borçluya bildirilmesinden sonraki 30 gün içinde düzeltilmez.

Çapraz Temerrüt (Cross Default): Toplamda 100.000.000 € 'yu aşan Borçlu'nun ve Maddi Bağlı Ortaklıklarının tamamının veya herhangi birinin Borçluluğu:

- (a) Borçlu veya söz konusu Maddi İştirak tarafından iyi niyetle ve uygun yollarla söz konusu Borçlanmayı ödeme yükümlülüğüne itiraz edilmesi haricinde, vadesi geldiğinde veya geçerli herhangi bir ödemesiz dönem içinde ödenmez veya
- (b) Herhangi bir temerrüt veya herhangi bir temerrüt olayı nedeniyle belirtilen vadesinden önce muaccel olduğu veya vadesi gelmiş olduğu beyan edilir.

Alacaklıların Süreci (Creditors' Process): Bir alacaklı veya rehin veren, herhangi bir Borçlu'nun ve Maddi Bağlı Ortaklıklarının (toplu olarak bir değeri olan) varlıklarından herhangi birine bağlanır veya

bunlara sahip olur veya bir sıkıntı, icra, haciz veya başka bir işlem uygulanır veya aleyhine dava edilir ise bu işlem 45 gün içinde taburcu edilmez.

Tasfiye (Winding-up): Borçlu veya herhangi bir Önemli Yan Kuruluşu, Borçlu veya ilgili Malzeme Yan Kuruluşu çözücü iken gönüllü olarak üstlenilen herhangi bir kurumsal yeniden yapılanmanın bir parçası dışında feshedilir, tasfiye edilir veya yeniden düzenlenir (mahkeme emriyle veya başka bir şekilde).

Moratorium vb. (Moratorium etc.): Bir uzlaştırıcı, Borçlu veya herhangi bir Önemli Bağlı Kuruluş veya Borçlu ile ilgili olarak atanır veya herhangi bir Önemli Bağlı Ortaklık alacaklıları ile dostane bir uzlaşmaya girerse veya adli tasfiye için bir karar verilir veya işin tamamının adli devri Borçlu'nun veya herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluşunun veya alacaklılarının yararına herhangi bir temlik, devir veya başka bir düzenleme yapar veya alacaklıları ile bir bileşime girer.

İflas (Insolvency): Borçlu veya herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluş, borçlarını (veya herhangi bir borcunu) vadesi geldiğinde ödemeyi durdurur veya ödeyemez veya ödeyemediğini kabul eder veya yeniden düzenleme veya yeniden planlama amacıyla herhangi bir alacaklı ile görüşmelere başlar.

İflas Takibi (Insolvency Proceedings): İlgili herhangi bir tasfiye, iflas, düzenleme, yeniden yapılanma veya diğer benzer yasalar uyarınca Borçlu veya herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluş aleyhine kovuşturmalar başlatılır veya tasfiye memuru, idari veya başka bir alıcı, yönetici, yönetici veya diğer herhangi birinin atanması için bir başvuru yapılır. Borçlu veya bir Maddi Bağlı Kuruluş ile ilgili olarak veya bu durum, Borçlu'nun veya Bir Önemli İştirakin taahhütlerinin veya varlıklarının tamamı veya önemli bir kısmı ile ilgili olabilir ve her hâlikârda bu tür işlemler, başvuru veya atamalar, hiçbir şekilde yapılmaması şartıyla 45 gün içinde yerine getirilmez.

Benzer Olaylar (Analogous Events): Herhangi bir Maddi Bağlı Kuruluş ile ilgili olarak, tabi olduğu herhangi bir yargı alanında meydana gelen veya yukarıdaki (Tasfiye) ile (İflas Takibatları) arasında belirtilen olaylardan herhangi birine eşdeğer veya benzer bir etkiye sahip olan herhangi bir olay meydana gelir veya işlem yapılır.

Hukuksuzluk (Unlawfulness): Borçlunun bu Sözleşme kapsamındaki yükümlülüklerinden herhangi birini veya birkaçını yerine getirmesi veya bunlara uyması yasa dışıdır veya yasadışı hale gelecektir.

İşin Durdurulması (Cessation of Business): Borçlu veya herhangi bir Önemli Bağlı Ortaklık, Grubun işlerinin tamamını veya önemli bir bölümünü yürütmeyi durdurur ve bu tür bir kesinti, Grubun ana işi olarak telekomünikasyona son vermesine neden olur.

(7) Geçerli Hukuk

Kredi sözleşmesi Fransız Hukuku'na tabidir.

- (a) Paris'teki ticaret mahkemesi (*Tribunal de Commerce*), bu Sözleşmeden kaynaklanan veya bu Sözleşmeyle bağlantılı olarak ortaya çıkan herhangi bir anlaşmazlığı çözmek için münhasır yargı yetkisine sahip olacaktır (bu Sözleşmenin varlığı, geçerliliği veya feshi ile ilgili bir anlaşmazlık dâhil).
- (b) Bu Madde, yalnızca Finans Taraflarının menfaati içindir. Sonuç olarak, hiçbir Finans Tarafının bir İhtilafla ilgili olarak yargı yetkisine sahip diğer mahkemelerde dava açması engellenmeyecektir.

EK 8. Reel Sektör Sendikasyon Kredisi Kullanımına Örnekler

Borusan Holding (2021), stratejik hedeflerin finansmanı amaçlı, 18 ay geri ödemesiz toplam 5 yıl vadeli, 260 milyon dolar (155 milyon dolar ve 87 milyon euro olmak üzere iki dilimden oluşan), (HSBC Middle East Limited koordinatörlüğünde HSBC Bank A.Ş., HSBC Bank Middle East Limited, Garanti Bankası, ICBC, İş Bankası, Akbank, Yapı Kredi Bankası, QNB Finansbank, Vakıfbank, Odeabank ve Alternatifbank'ın katılımıyla) sendikasyon kredisi.

<https://www.bloomberght.com/borusan-holding-sendikasyon-kredisi-aldi-2273013>

We Soda Ltd. (Ciner Grup) (2018), Türkiye'deki ihtiyaçlarının finansmanı amaçlı, 7 yıl vadeli, 1 milyar 660 milyon dolar (konsorsiyumunda Türkiye'den Denizbank ve İş Bankası; dünyadan ise Çin'in en büyük 5 bankasından biri olan Bank of China ve ABD'li Goldman Sachs katılımıyla) sendikasyon kredisi.

<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/2144749-ciner-den-kurumsal-finansman-rekoru>

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (2017), 2 yılı geri ödemesiz 5 yıl vadeli, 120 milyon dolarlık sendikasyon kredisi. (Katılımcı bankalar ve finansman amacı belirtilmemiş)

<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/2052543-vestel-sendikasyon-kredisi-aldi>

Brisa (2015), 3 yılı anapara geri ödemesiz olmak üzere 7 yıl vadeli (Avrupa İmar ve Kalkınma Bankasından (EBRD) ve Mitsubishi UFJ Finansal Grup (MUFG) kurumsal bankacılık birimi tarafından düzenlenen ve koordine edilen) sendikasyon kredisi (finansman amacı belirtilmemiş).

<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909464-brisaya-310-milyon-dolarlik-uluslararası-finansman>

Tofaş (2015), şirketin "hatchback" ve "station wagon" segmentlerindeki otomobil yatırımlarının sabit kıymet ve Ar-Ge harcamaları için 200 milyon euro (Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile HSBC ve Bank of America Merrill Lynch katılımı ile) sendikasyon kredisi.

<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1831658-tofas-ebdden-200-milyon-euro-kredi-aldi>

Tiryaki Agro (2014), 250 milyon dolarlık taahhüt edilmiş bölümü 3 yıl vadeli, 200 milyon dolarlık bölümü kısa vadeli ihtiyaçlar için sağlanmış olan) 450 milyon dolar, (ABN Amro koordinatörlüğünde EBRD, FMO, HSBC, Societe Generale, British Arab Commercial Bank, Amsterdam Trade Bank, Raiffeisen Bank International, Chang Hwa Commercial Bank ve First Commercial Bank katılımıyla) sendikasyon kredisi.

<https://www.gidahatti.com/tiryaki-agroya-450-milyon-dolarlik-sendikasyon-kredisi-40280/>

Ülker (2017), kredinin bir kısmı bu yıl vadesi dolan başka bir krediyi yeniden finanse etmek için kalan kısım ise şirketin faaliyetleri ve bölgedeki yatırımlarda kullanılmak üzere tahsis edilen, 3 yıl vadeli, 375 milyon dolar (166 milyon dolar ve 196.9 milyon euro tutarında iki dilimden oluşan) (Bank of America Merrill Lynch, Barclays, HSBC, ING, Intesa Sanpaolo, JP Morgan, Mediobanca, Rabobank, Societe Generale, Standard Chartered, SMBC ve UniCredit bankaları katılımı ile) sendikasyon kredisi.

<https://www.dunya.com/sirketler/ulker-375-milyon-dolarlik-sendikasyon-kredisi-kullandi-haberi-359318>

Efes Grubu (2006), Efes Grubu'nun yurtdışında büyümesine katkı sağlamak amaçlı, 500 milyon USD (300 milyon USD'lik kısmı EBI, 200 milyon USD'lik kısmı ise Anadolu Efes tarafından kullanılacak olan) (Citibank ve HSBC'nin liderliğinde; Akbank T.A.Ş., Malta Branch, ABN AMRO Bank N.V., Coöperative Centrale Raiffeisen - Boerenleenbank B.A. Dublin Şubesi, Fortis Bank (Hollanda) N.V., ING, Türkiye İş Bankası A.Ş., Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, SG Corporate and Investment Banking, Türkiye Halk Bankası A.Ş., UniCredit Group tarafından temsil edilen HVB, Koçbank Hollanda NV ve BankAustria Creditanstalt'ın lider düzenleyiciliğinde; Alpha Bank A.E., BayernLB, Commerzbank International S.A., JPMorgan, KfW IPEX-Bank'in eş düzenleyiciliğinde ve Calyon, The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Denizbank A.Ş., EFG Private Bank (Lüksemburg) S.A., State Bank of India Londra'nın katılımıyla) sendikasyon kredisi.

<https://www.anadoluefes.com/haber/3/34/500-milyon-USD-degerindeki-sendikasyon-kredisi-sureci-basariyla-tamamlandi>