

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



SENDİKASYON KREDİLERİNDE *SPREADİ* BELİRLEYEN
ETKENLER: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

FATİH PİŞKİN

OCAK, 2016

[FATİH PIŞKIN |

| Doktora Tezi |

2016 |

SENDİKASYON KREDİLERİNDE *SPREADİ* BELİRLEYEN
ETKENLER: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ

FATİH PIŞKIN

Finans ve Bankacılık Programı'nda Doktora derecesi
için gerekli kısmi şartların yerine getirilmesi amacıyla
Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne
teslim edilmiştir.

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
OCAK, 2016

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Sendikasyon Kredilerinde *Spreadi* Belirleyen Etkenler: Türk Bankacılık
Sektörü Örneği

FATİH PİŞKİN

ONAYLAYANLAR:

Yard. Doç. Dr. S. Arhan Ertan (Danışman) Kadir Has Üniversitesi

Prof. Dr. Nurhan Davutyan

Kadir Has Üniversitesi

Prof. Dr. Doğan Tırtıroğlu

Kadir Has Üniversitesi

Doç. Dr. Ahmet Faruk Aysan

Boğaziçi Üniversitesi

Yard. Doç. Dr. Emrah Şener

Özyeğin Üniversitesi

ONAY TARİHİ: 13/01/2016

“Ben, FATİH PİŞKİN, bu Doktora Tezinde sunulan çalışmanın şahsıma ait olduğunu ve başka çalışmalardan yaptığım alıntıların kaynaklarını kurallara uygun biçimde tez içerisinde belirttiğimi onaylıyorum.”



FATİH PİŞKİN

ÖZET

SENDİKASYON KREDİLERİNDE *SPREAD*İ BELİRLEYEN ETKENLER: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ

FATİH PİŞKİN

Finans ve Bankacılık, Doktora

Danışman: Yard. Doç. Dr. SABRİ ARHAN ERTAN

Ocak, 2016

Sendikasyon kredileri yüksek tutarlı ve uzun vadeli bir fon kaynağı olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından tercih edilen bir uluslararası bankacılık ürünüdür. Sendikasyon kredilerini geliştirmekte olan ülkeler için önemli kılan özelliklerinden biri de yoğunlukla yabancı para olarak alınan krediler olmaları ve ülkeye sağladıkları yabancı sermaye girişiyle ekonomik büyümeye verdikleri katkıdır. Türkiye’de sendikasyon kredileri finansal serbestleşme çalışmaları kapsamında yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı 1980 sonrası dönemde yaygınlaşmaya başlamıştır.

Türkiye’de bankaların sendikasyon kredilerini yoğunlukla dış ticaretin finansmanı amacıyla ve bir yıl vadeli almayı tercih ettikleri, vade sonlarında değişen ekonomik koşullar ve ihtiyaçlar çerçevesinde kredileri farklı oranlarda yeniledikleri görülmektedir. Bu uygulama, bankaların sendikasyon kredilerini gelişmiş ülke piyasalarından farklı olarak kısa vadeli bir yabancı para fon kaynağı olarak değerlendirdiklerini göstermektedir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2012 yılları arasında alınmış sendikasyon kredilerinde referans faiz oranı üzerine eklenen *spread*in belirlenmesinde etkisi olan değişkenlerin neler olduğunun tespit edilmesidir. *Spread* üzerinde belirleyici olduğu düşünülen değişkenler beş ayrı

grupta ele alınmıştır: küresel, makroekonomik, borçlu, sözleşme ve sendikasyon grubu değişkenleri. Elde edilen sonuçlar küresel finansal koşullardaki değişimlerin *spreadi* belirlemede etkili olduğunu, çoğunlukla yabancı bankalardan oluşan borç verenlerin sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörü ve Türkiye'nin yurtdışı borçlanması içerisindeki payının oldukça sınırlı olmasına rağmen fiyatlamada makroekonomik koşulları da dikkate aldıklarını göstermektedir. Sadece sendikasyon değil tüm kredi işlemlerinde olması beklendiği gibi borçluya ait özelliklerin de *spread* üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Kredi özelindeki sözleşme koşullarının ve sendikasyon grubunun yapısına dair değişkenlerin ise 2003-2012 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirleyici olmadıkları sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: *spread, sendikasyon kredileri, kredi fiyatlaması, bankalar*

ABSTRACT

DETERMINANTS OF SPREAD ON SYNDICATED LOANS TO THE TURKISH BANKING SECTOR

FATİH PİŞKİN

Doctor of Philosophy in Finance and Banking

Advisor: Assistant Professor SABRİ ARHAN ERTAN

January, 2016

Syndicated loans are an international banking product preferred by both developed and emerging countries as a source of large amount and long term international financing. One feature of syndicated loans that makes them important for the emerging countries is that they are foreign currency denominated loans and they support the economic growth by providing with foreign currency inflow. The use of syndicated loans in Turkey started to increase as a result of financial deregulation policies during 1980's.

The aim of this study is to analyze the determinants of spread on the syndicated loans granted between 2003 and 2012 to the banks operating in Turkey. The variables that are thought to be effective in determining the spread are investigated in five major groups: global, macroeconomic, borrower, loan and syndicate variables. The results show that changes in the global financial conditions have a significant impact on the spread and lenders that mostly consist of foreign banks, take macroeconomic factors into consideration when they determine the spread, even though the share of syndicated loans in Turkish banking sector and Turkey's total foreign debt is very low. As it is the case not only in syndicated loans but in all credit transactions, borrower characteristics also have a significant effect on spread. Furthermore, it is found that loan specific factors and the structure of the

syndicate do not affect the spread on syndicated loans granted between 2003 and 2012 to the banks in Turkey.

Keywords: *spread, syndicated loans, loan pricing, banks*

Teşekkür Notu

Tez süresince değerli zamanımı bana ayıran, düzenli olarak kendisiyle çalışma fırsatı veren ve bu çalışmalar sayesinde kendisinden çok şey öğrendiğim tez danışmanım Yard. Doç. Dr. Sabri Arhan Ertan'a minnettarım.

Tavsiye ve yönlendirmeleriyle çalışmamı geliştirmemde çok değerli katkıları bulunan izleme komitesi üyeleri Prof. Dr. Nurhan Davutyan ve Prof. Dr. Doğan Tırtıroğlu'na, jüri üyeleri Doç. Dr. Ahmet Faruk Aysan ve Yard. Doç. Dr. Emrah Şener'e teşekkürü bir borç bilirim.

Maddi, manevi her türlü destek ve fedakârlıklarıyla bugünlere gelmemde en büyük pay sahibi olan çok sevgili Anne ve Baba'ma, İstanbul'da bulunduğum sürece bana anne ve babalık yapan Teyzem ve Eşi'ne, bu uzun ve zorlu süreç boyunca hep yanımda olan, anlayışını, sevgisini ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili Eşim'e teşekkür ederim.

İçindekiler

ÖZET

ABSTRACT

TEŞEKKÜR NOTU

TABLO LİSTESİ

xiv

ŞEKİL LİSTESİ

xvi

KISALTMALAR

xvii

GİRİŞ

1

BİRİNCİ BÖLÜM

7

1 SENDİKASYON KREDİLERİNİN GENEL ÇERÇEVESİ

7

1.1 Tanım

7

1.2 Sendikasyon Kredilerinin Temel Özellikleri

8

1.2.1 Kredi Tutarı

8

1.2.2 Faiz Oranı ve Ücretler

8

1.2.2.1 Düzenleme Ücreti (Arrangement Fee).....

9

1.2.2.2 Tam Yüklenim Ücreti (Underwriting Fee)

9

1.2.2.3 Katılım Ücreti (Participation Fee)

10

1.2.2.4 Acente Ücreti (Agency Fee)

10

1.2.2.5 Erken Ödeme Ücreti (Prepayment Fee).....

10

1.2.2.6 Taahhüt Ücreti (Commitment Fee).....

10

1.2.3 Vade

11

1.2.4 Ortak Dokümantasyon

12

1.2.5 Yükümlülüklerin Ayrılığı

13

1.3 Sendikasyon Grubunun Yapısı

13

1.4 Yüklenim Türü.....

17

1.5 Süreç

17

1.5.1 Yetki Mektubu Öncesi Dönem.....

18

1.5.2 Yetki Mektubu Sonrası Dönem.....

19

1.5.3 İmza Sonrası Dönem

25

1.6 Sendikasyon Kredisi Türleri

27

1.6.1 Vadeli (Term Loan) ve Rotatif (Revolving Credit Facility) Krediler..

27

1.6.2 Kullanıma Hazır Krediler (Standby Facility).....

28

ix

1.6.3	Kullanıma Hazır Akreditif (Stand-by Letter of Credit)	29
1.6.4	Asma Kat Finansmanı (Mezzanine Finance)	29
1.6.5	Geri Dönülemez Krediler (Non-recourse Loans).....	30
1.6.6	Süresiz Sendikasyonlar (Evergreen Facilities).....	30
1.6.7	Karma İşlemler (Hybrid Transactions)	30
1.6.8	Kulüp Kredisi (Club Loan)	31
1.6.9	Yatırım Yapılabilir (Investment Grade) ve Kaldıraçlı (Leveraged) Krediler	31
1.6.10	Geri Ödeme Şekillerine Göre Sendikasyon Kredileri.....	32
1.7	Karma Ürün	33
1.8	Kullanım Amaçları.....	35
1.9	Sendikasyon Kredilerinin Sağladığı Avantajlar.....	36
1.9.1	Borç Verene Sağladığı Avantajlar	36
1.9.2	Borç Alana Sağladığı Avantajlar	39
1.10	Tarihsel Gelişim	41
1.10.1	Avrupa ve ABD’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi.....	41
1.10.2	Türkiye’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi	49
1.10.2.1	1980 Öncesi Dönem	50
1.10.2.2	1980-1989 Dönemi	53
1.10.2.3	1990-1999 Dönemi	56
1.10.2.4	2000 Sonrası Dönem.....	59
1.11	İkincil Piyasalar.....	77
1.11.1	Gelişimi	77
1.11.2	Katılımcılar	78
1.11.3	Amaç	79
1.11.4	İşlem Türleri.....	80
1.11.5	Alım-Satımı Belirleyen Faktörler	81
İKİNCİ BÖLÜM		84
2 LİTERATÜR TARAMASI		84
2.1	Küresel Etkenler.....	84
2.1.1	Likidite	85
2.1.2	Volatilité.....	87
2.1.3	Kredi Riski	88

2.1.4	Gelişmekte Olan Piyasalar Riski.....	88
2.2	Makroekonomik Etkenler	90
2.2.1	Büyüme	90
2.2.2	Borçluluk.....	91
2.2.3	Uluslararası Ticaret ve Rezervler.....	92
2.3	Borçluya Özel Etkenler	94
2.3.1	Asimetrik Bilgi.....	95
2.3.1.1	Borçlunun Büyüklüğü.....	96
2.3.1.2	Kredi Notu	96
2.3.1.3	Halka Açıklık.....	98
2.3.1.4	Maddi Duran Varlıklar	99
2.3.2	Kredi Riski	99
2.3.3	Karlılık	100
2.3.4	Sektör	101
2.3.5	Diğer Etkenler	101
2.4	Sözleşmeye Özel Etkenler	102
2.4.1	Kullanım Amacı	102
2.4.2	Kredi Miktarı.....	103
2.4.3	Vade	104
2.4.4	Teminat	105
2.4.5	Ücretler.....	106
2.5	Sendikasyon Grubunun Yapısı	106
2.5.1	Büyüklik.....	106
2.5.2	Yoğunlaşma	108
2.5.3	Sendikasyona Katılan Borç Verenlerin Türü	109
2.5.4	Lider Bankanın Payı.....	110
2.5.5	Lider Bankanın İtibarı	115
2.5.6	Coğrafi Konum	117
2.5.7	Borç Verenlere Ait Diğer Özellikler	120
	ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	121
3	VERİ SETİ	121
3.1	Küresel Değişkenler	127
3.1.1	Volatilité.....	128

3.1.2	Kredi Riski	129
3.1.3	Likidite	132
3.1.4	Gelişmekte Olan Piyasalar Riski.....	133
3.1.5	Küresel Kriz	133
3.2	Makroekonomik Değişkenler.....	134
3.2.1	Ekonomik Faaliyetler	136
3.2.2	Dış Ticaret.....	136
3.2.3	Dış Borçluluk	138
3.2.4	Uluslararası Rezervler	139
3.2.5	Ülke Riski	140
3.2.6	Beklenti Değişkenleri.....	141
3.2.7	Yabancı Para Mevduat Maliyeti.....	143
3.3	Borçlu Değişkenleri	144
3.4	Sözleşme Değişkenleri.....	155
3.5	Sendikasyon Grubu Değişkenleri	156
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM		160
4	ANALİZ SONUÇLARI	160
4.1	Wilcoxon Rank-Sum (Mann-Whitney Test) Sonuçları	160
4.1.1	Katılım Bankaları	161
4.1.2	Yatırım Bankaları.....	162
4.1.3	Devlet Bankaları.....	163
4.1.4	Yabancı Para Türü.....	163
4.1.5	Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bankalar	164
4.1.6	Kredi Notu Olan Bankalar	165
4.1.7	Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar	165
4.1.8	Yerel Bankalar	166
4.1.9	Kriz Dönemi.....	167
4.2	Regresyon Analizi Sonuçları	168
4.2.1	Ekonometrik Model	168
4.2.2	Küresel Değişkenler	168
4.2.2.1	Likidite.....	170
4.2.2.2	Volatilité	172
4.2.2.3	Kredi Riski.....	173

4.2.2.4	Gelişmekte Olan Piyasalar Riski	174
4.2.2.5	Küresel Kriz.....	174
4.2.3	Makroekonomik Değişkenler.....	175
4.2.3.1	Ekonomik Faaliyetler.....	178
4.2.3.2	Dış Ticaret	178
4.2.3.3	Dış Borçluluk.....	181
4.2.3.4	Uluslararası Rezervler	181
4.2.3.5	Ülke Riski	182
4.2.3.6	Beklenti Değişkenleri	183
4.2.3.7	Yabancı Para Mevduat Maliyeti	186
4.2.4	Borçlu Değişkenleri	187
4.2.5	Sözleşme Değişkenleri	195
4.2.6	Sendikasyon Grubu Değişkenleri.....	197
4.2.7	Örneklem Dayanıklılık Testi (Sample Robustness Check).....	201
4.2.7.1	Bir Yıl Vadeli Krediler	202
4.2.7.2	Katılım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler..	203
4.2.7.3	Yatırım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler..	204
4.2.7.4	Ticari Bankalar Tarafından Alınan Krediler.....	205
BEŞİNCİ BÖLÜM		207
5 SONUÇ		207
KAYNAKÇA		221

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1 Örnek Sendikasyon Yapısı.....	14
Tablo 1.2 İki Taraflı Krediler, Sendikasyon Kredileri ve Tahvillerin Karşılaştırmalı Özellikleri.....	35
Tablo 1.3 Sendikasyon Kredileri Ortalama İşlem Hacmi ve Vadesi, 1972-1979.....	43
Tablo 1.4 1979-1982 İşlem Hacimleri Sıralaması	44
Tablo 1.5 1986-1991 Düzenleyici Bankalar	45
Tablo 1.6 İstikrar Programı Destekleme Kredileri.....	51
Tablo 1.7 BBYKP Çerçevesinde Kullanılan Konsorsiyum Kredileri.....	52
Tablo 1.8 Sendikasyon Kredilerinin Devlet-Özel Sektör Dağılımı, 1981-1989.....	54
Tablo 1.9 Sendikasyon İşlemlerinde Bankaların Payı, 1981-1989	55
Tablo 1.10 Türkiye’de 1990 Yılı Sendikasyon Kredileri.....	57
Tablo 1.11 Kamu Bankaları Sendikasyon Kredileri, 1990-1999.....	59
Tablo 1.12 Bankaların Kullandıkları Sendikasyon Kredileri, 2002.....	61
Tablo 1.13 Bankaların Kullandıkları Sendikasyon Kredileri, 2003.....	62
Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler.....	121
Tablo 3.2 Özet İstatistikler.....	126
Tablo 3.3 Küresel Değişkenler Korelasyon Matrisi.....	128
Tablo 3.4 Makroekonomik Değişkenler Korelasyon Matrisi	135
Tablo 3.5 Borçlu Değişkenleri Korelasyon Matrisi	145
Tablo 3.6 Pazar Payı Değişkenleri Korelasyon Matrisi	147
Tablo 3.7 Bağımsız Derecelendirme Kuruluşları Not Çizelgesi.....	151
Tablo 3.8 Sözleşme Değişkenleri Korelasyon Matrisi.....	156
Tablo 3.9 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Korelasyon Matrisi	159
Tablo 4.1 Mann-Whitney Test Sonuçları.....	160
Tablo 4.2 Küresel Değişkenler Regresyon Analizi Sonuçları	169
Tablo 4.3 Makroekonomik Değişkenler Regresyon Analizi Sonuçları	176
Tablo 4.4 CDS Oranları ve EMBIGDV Korelasyon Matrisi.....	182
Tablo 4.5 Reel Faiz Beklentisi Değişkenleri Korelasyon Matrisi.....	185
Tablo 4.6 Devalüasyon, Reel ve Nominal Faiz Beklentileri Korelasyon Matrisi....	186
Tablo 4.7 Borçlu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları	188
Tablo 4.8 Sektör Payı Değişkenleri Korelasyon Matrisi	189
Tablo 4.9 Sözleşme Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları	197
Tablo 4.10 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları-1	198
Tablo 4.11 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları-2.....	199

Tablo 4.12 Bir Yıl Vadeli Krediler	202
Tablo 4.13 Katılım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler	203
Tablo 4.14 Yatırım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler	205
Tablo 4.15 Ticari Bankalar Tarafından Alınan Krediler	206

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1 Mezartaşı (Thombstone) Örneği	24
Şekil 1.2 İki Taraflı ve Çok Taraflı Kredilendirme.....	34
Şekil 1.3 Sendikasyon Kredileri Hacmi, 1972-1979.....	43
Şekil 1.4 Sendikasyon Kredileri İşlem Hacmi, 1986-1991	46
Şekil 1.5 Banka Dışı Kuruluşların Birincil Piyasada Artan Ağırlıkları	48
Şekil 1.6 Derecelendirilmiş Sendikasyon Kredilerindeki Artış, 1998-2003.....	49
Şekil 1.7 Sendikasyon Kredilerinin Vadelerine Göre Dağılımı.....	68
Şekil 1.8 Sendikasyon Kredileri İşlem Hacimleri.....	69
Şekil 1.9 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Bilanço Büyüklüğü	70
Şekil 1.10 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Toplam Dış Kaynaklar	71
Şekil 1.11 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü YP Dış Kaynaklar.....	72
Şekil 1.12 Yurtdışı Yükümlülüklerin Kompozisyonu (Milyar ABD Doları)	72
Şekil 1.13 Yurtdışı Mali Kuruluşlara Olan Borçlar	73
Şekil 1.14 Sendikasyon Kredilerinin Adetleri	74
Şekil 1.15 Ortalama Sendikasyon Kredisi Tutarları	75
Şekil 1.16 Açılış Yıllarına Göre Sendikasyon Kredilerinde Ortalama <i>Spread</i>	76
Şekil 1.17 Açık Sendikasyon Kredilerinde Ortalama <i>Spread</i>	77
Şekil 1.18 İkincil Piyasalarda Devir ve Katılım İşlemleri	80
Şekil 3.1 VIX Endeksi Değeri, 2003-2014	129
Şekil 3.2 TED Spread Oranı, 2003-2014	130
Şekil 3.3 3-Aylık LIBOR-OIS Spread Oranı, 2003-2014.....	131

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIG	: American International Group
BBYKP	: Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlements
BOTAŞ	: Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi
CBOE	: Chicago Board of Exchange
CDS	: Credit Default Swap
CLI	: Composite Leading Indicators
ECB	: European Central Bank
EMBI+	: Emerging Markets Bond Index+
EMBIG	: Emerging Market Bond Index Global
EMBIGDV	: Emerging Market Bond Index Global Diversified
EMEA	: Europe, Middle East, Africa
EPU	: European Payment Union
EUR	: Euro
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FDIC	: Federal Deposit Insurance Corporation
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
HHI	: Herfindahl–Hirschman Index
IMF	: International Monetary Fund
IBRD	: International Bank for Reconstruction and Development
İBB	: İstanbul Büyükşehir Belediyesi
JPY	: Japon Yeni
LIBOR	: London Interbank Offer Rate
LSTA	: Loan Syndications and Trading Association
EURIBOR	: Euro Interbank Offer Rate
MLA	: Mandated Lead Arranger
NATO	: North Atlantic Treaty Organisation
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
OIS	: Overnight Index Swap
S&P	: Standard & Poors
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TCDD	: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demir Yolları
TDK	: Türk Dil Kurumu
THY	: Türk Hava Yolları
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TL	: Türk Lirası
TMO	: Toprak Mahsulleri Ofisi
TRLIBOR	: Türk Lirası London Interbank Offer Rate
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜPRAŞ	: Türkiye Petrol Rafinerileri Anonim Şirketi
USD	: United States Dollar
VIF	: Variance Inflation Factor
VIX	: CBOE Volatility Index
Yİ-ÜFE	: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi
YP	: Yabancı Para

GİRİŞ

“Birlikten kuvvet doğar.” atasözü ortak bir amaç etrafında bir araya gelmenin ve bu amaca ulaşmak için beraber hareket etmenin bir araya gelen kişi ya da kurumlara daha fazla güç ve avantaj sağlayacağını ifade etmektedir. Finansal piyasalarda birlikten kuvvet nasıl doğar sorusuna ise, sendikasyon kredileri ile cevabı verilebilir. Sendikasyon kredileri bir grup banka ve/veya banka dışı finansal kuruluşu kuralları önceden belirlenmiş, düzenli bir yapı içerisinde bir araya getirerek tek başlarına yapamayacakları kadar büyük olan bir kredi satış işlemini gerçekleştirebilmelerini sağlar. Bu amaçla bir araya gelen borç verenler hem yeni bir iş fırsatını kaçırmamış olurlar, hem de sendikasyon kredilerinin yapıları gereği sundukları avantajlardan faydalanırlar. Sendikasyon kredileri bankalara riski paylaşma, kredi maliyetlerini düşürme, geleceğe yönelik yeni iş ilişkileri kurma, etkin bir portföy yönetimi sağlama, sermaye yeterliliği ile ilgili olarak düzenlenen kanuni yükümlülükleri yerine getirme gibi tek başlarına verdikleri krediler ile elde edemeyecekleri birçok avantaj sunmaktadır. Sendikasyon kredileri sadece bankalar için değil finansman ihtiyacı olan kurumlar için de avantajlar sağlamaktadır. Yüksek tutarlı finansman ihtiyaçlarını tek bir kaynaktan sağlayabilme, düşük kredi maliyetleri, kredi sözleşmelerinin esnekliği, sermaye piyasaları kaynaklarına kıyasla daha az prosedür içeren, daha kolay ve hızlı ulaşılabilen bir alternatif olması, uluslararası finans kaynaklarına ulaşımı sağlaması bu avantajlara örnek olarak gösterilebilir. Bu özellikleri ile hem bankalar hem de finansman ihtiyacı olan kurumlar için oldukça cazip birer araç haline gelen sendikasyon kredilerine olan talep son dönemlerde dünya çapında hızlı bir gelişme göstermiştir. 2014 yılında küresel piyasalarda verilmiş olan sendikasyon kredilerinin tutarı bir önceki yıla göre %9 artışla 4,7 Trilyon ABD Dolarına ulaşırken gerçekleşen işlem adedi %8 artışla yaklaşık 10,500 olmuştur. Toplam kredi tutarın %50’si ABD’de, %24’ü Avrupa’da, %26’sı ise diğer ülke piyasalarında gerçekleşmiştir (Thomson Reuters 2014).

Sendikasyon kredilerinin kökeni bir borç verme yöntemi ya da tekniği olarak eski zamanlara kadar uzanmaktadır. Ancak yeni bir bankacılık ürünü olarak ortaya çıkmaları ve sendikasyon kredileri piyasalarının oluşmaya başlamasında 1960'lı yılların sonu ile 1970'li yılların başında Londra merkezli Euro-dolar bankacılığındaki gelişmelerin ve Euro-dolar cinsi borçlanma araçlarının yaygın olarak kullanılmaya başlanmasının önemli katkıları olduğu kabul edilmektedir. Bu dönemde büyük ticari bankalar tarafından çoğunlukla geri kalmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki devlet kurumlarına verilen krediler ile başlayan sendikasyon kredileri piyasası, 1980'li yılların sonunda ABD'de faaliyet gösteren kurumsal firmaların piyasalara olan ilgisinin ve kredi taleplerinin artması ile farklı bir borçlu yapısına kavuşmuştur. 1990'lı yılların başından itibaren sendikasyon kredisi veren bankaların bu kredileri bölümlere ayırarak başka bankalara satmaya başlamaları ile yeni bir yatırım aracı ortaya çıkmış ve hem banka dışı finansal kuruluşlar hem de finans dışı yatırımcı kurumlar tarafından yüksek talep görmüştür. Sendikasyon kredilerinin yeni bir varlık sınıfı olarak ortaya çıkması ve banka dışı finansal kuruluşların risk yönetim aracı olarak sendikasyon kredilerine portföylerinde daha çok yer vermeye başlamaları, sendikasyon kredilerinin alınıp satıldığı ikincil piyasaların ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bu dönemde sendikasyon kredisi piyasalarının gelişmesinde etkisi olan bir başka faktör de alım satım konu olan kredilerin bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirmeye ve sınıflandırılmaya başlanması olmuştur. 2000'li yılların başından itibaren 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 de sendikasyon piyasaların gelişimini hızlandırmıştır. Son yıllarda sendikasyon kredisi 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 gerekse ikincil piyasaların gelişmesinde ve gerçekleşen işlemlerin uluslararası nitelik kazanmasında etkili olmuştur. Sendikasyon piyasalarının ortaya koyduğu bu hızlı gelişme, akademik alanda da ilgi

uyandırmış ve bu konuda yapılan araştırma ve bilimsel yayın sayısında artış olmuştur.

Türkiye’de sendikasyon kredilerinin, ekonominin dışa açılmaya başladığı, serbest piyasa ekonomisi ve ihracata dayalı büyüme politikalarının benimsendiği, yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı, ekonomik ve finansal serbestleşme çabalarının yoğun olarak görüldüğü 1980 sonrası dönemden itibaren artan bir sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Bu dönemde sendikasyon kredilerine talebin ağırlıklı Hazine Müsteşarlığı, TCMB ve kamu iktisadi teşekküllerinden geldiği, daha sonraki yıllarda ise bu kurumların yerini özel sektör firmaları ve çoğunlukla bankaların aldığı gözlemlenmektedir. ABD Doları ve Euro para cinslerinden alınan sendikasyon kredileri Türk bankaları tarafından mevduata alternatif olarak başvurulmuş önemli bir yabancı para finansman kaynağıdır. 2012 yılında Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredisi tutarı 16,1 Milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bu tutar küresel sendikasyon kredileri piyasaları işlem hacminin %0,5’ine¹ karşılık gelirken, Türk bankacılık sektörünün %2,1’ine, sektörün yabancı para dış kaynaklarının ise yaklaşık %6’sına tekabül etmektedir. Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin bir diğer özelliği ise vadelerinin bir yıl ile sınırlı olmasıdır. Bankalar vade sonunda değişen ekonomik koşullar ve ihtiyaçlar çerçevesinde kredileri farklı oranlarda yenilemektedirler. Bu uygulama Türk bankalarının sendikasyon kredilerini gelişmiş ülke piyasalarından farklı olarak kısa vadeli bir yabancı para fon kaynağı olarak değerlendirdiklerini göstermektedir.

Sendikasyon kredilerinde uygulanan faiz oranı iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, referans olarak alınan LIBOR ya da EURIBOR gibi uluslararası kabul görmüş değişken bir faiz oranı iken, ikinci bölüm bu referans oranının üzerine eklenen sabit bir orandan (*spread*) oluşmaktadır: LIBOR+%1, EURIBOR+%2 gibi. Değişken faiz oranı ve *spread* bir bütün olarak değerlendirildiğinde sendikasyon kredilerinin değişken faizli bir kredi türü oldukları söylenebilir. Referans faiz oranının üzerine eklenen *spread*’in nasıl belirlendiği sendikasyon kredileri üzerine

¹ Thomson Reuters tarafından yayınlanan “Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2012” raporuna göre 2012 yılında küresel piyasalarda gerçekleşen sendikasyon kredilerinin toplam tutarı 3.200 Milyar ABD Doları olmuştur.

yapılan akademik araştırmalarda sıklıkla ele alınan konularından biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tezin amacı Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2012 yılları arasında alınmış olan sendikasyon kredilerinde referans faiz oranı üzerine eklenen *spread*in belirlenmesinde etkisi olan değişkenlerin neler olduğunun tespit edilmesidir. Kredi sözleşmesi ve borçluya ait değişkenlere ek olarak krediyi veren sendikasyon grubu yapısının, bu dönemde Türkiye’nin içinde bulunduğu makroekonomik koşulların ve küresel ekonomik gelişmelerin de Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerindeki *spread* üzerinde belirleyici olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır.

Tezin ilk bölümünde sendikasyon kredilerine genel bir bakış sunulmakta, konu farklı açılardan ele alınarak teorik ve kavramsal bir çerçeve çizilmektedir. Bu bölümde öncelikle sendikasyon kredilerinin tanımına ve temel özelliklerinin neler olduğuna yer verilirken, sendikasyon grubunun yapısı ve kredi yüklenim türleri ile ilgili detaylı bilgi sunulmaktadır. Kredinin tutarı, katılımcı banka sayısı, işlemin karmaşıklığı gibi birçok değişkene bağlı olarak bir haftadan iki aya kadar uzayabilen sendikasyon kredisi süreci, yetki mektubu öncesi, yetki mektubu sonrası ve imza sonrası olmak üzere üç dönemde ele alınmaktadır. Bu bölümde ayrıca sendikasyon kredilerinin türleri hakkında bilgi verilmekte, sendikasyon kredileri piyasalarında en çok kullanılan ve literatürde en çok yer verilen kredi türleri hakkında alt bölümler halinde detaylı bilgi sunulmaktadır. Yapısal özellikleriyle bankalar tarafından verilen iki taraflı krediler ile bono ve tahvil yolu ile sermaye piyasalarından sağlanan finansman arasında üçüncü bir alternatif sunan sendikasyon kredilerinin bu ürünler ile karşılaştırılmalı özellikleri sunulmakta, borç verenlere ve borç alana sağladığı avantajlardan bahsedilmektedir. Sendikasyon kredilerinin ortaya çıkışı, dünyada ve Türkiye’deki tarihsel gelişimleri, ikincil piyasalardaki katılımcılar, gerçekleştirilen işlemlerin türleri ve amaçları ve ikincil piyasalarda alım satımı belirleyen faktörlerin neler olduğu bu bölümde ele alınan diğer konulardır.

Sendikasyon kredilerine yönelik, konuyu farklı açılardan ele alan geniş bir literatür bulunmakla birlikte, literatür taramasından elde edilen sonuçların sunulduğu

ikinci bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde verilmiş olan sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirleyen faktörlerin neler olduğunu araştıran çalışmalara odaklanılmıştır. Bu bölüm tezin araştırma yöntemine uygun olarak küresel, makroekonomik, borçlu, sözleşme ve sendikasyon grubu değişkenleri olarak beş alt başlıkta ele alınmış ve bu değişkenlerin sendikasyon kredilerinde *spreadi* nasıl etkilediğine dair literatürdeki çalışmalarda ulaşılan sonuçlara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde araştırmada kullanılan veri seti ile ilgili detaylı bilgi sunulmaktadır. Çalışmanın temelini oluşturan sözleşme ve sendikasyon grubu verilerine ek olarak küresel ve makroekonomik veriler ile borçlu bankaya ait veriler farklı kaynaklardan derlenmiştir. Bu bölümde her bir grupta kullanılan değişkenlerin neler olduğu, neleri ölçtükleri, niçin analizlere dâhil edildikleri, veri kaynakları ve varsa hesaplama yöntemleri hakkında detaylı bilgi sunulmaktadır. Ayrıca her bir grup başlığı altında o grupta kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisini gösteren korelasyon matrisi de tablolar halinde verilmektedir. Araştırmada kullanılan değişkenlere ait özet istatistikî bilgiler de ayrıca bir tablo halinde bu bölüm içerisinde sunulmaktadır.

Dördüncü bölümde Wilcoxon Rank-Sum (Mann-Whitney) testi ve regresyon analizinden elde edilen sonuçlara yer verilmektedir. Mann-Whitney testinde, belirlenen gruplama değişkenlerine bağlı olarak gözlemler iki gruba ayrılmış, *spreadi* etkileyebilecek diğer değişkenlerin etkileri göz önüne alınmadan, bu gruplara ait *spreadler* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Daha sonra ise bu gruplar için kukla değişkenler yaratılmış ve bu kukla değişkenler çoklu değişken analizi olarak kullanılan regresyon analizlerine bağımsız değişkenler olarak dâhil edilmişlerdir. Regresyon analizlerinde *spread* üzerinde belirleyici olduğu düşünülen değişkenler küresel, makroekonomik, borçlu, sözleşme ve sendikasyon grubu değişkenleri olmak üzere beş gruba ayrılmış ve her grupta hangi değişkenlerin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı oldukları araştırılmıştır. Regresyon analizlerinin sonuçları her bir alt bölümün altında ayrı tablolar halinde sunulmuş ve elde edilen sonuçlar detaylı olarak değerlendirilmiştir.

Beşinci ve son bölümde ise Türkiye sendikasyon piyasasının gelişmiş ülkelerdekine benzer şekilde daha yapısal bir işleyişe kavuşması için yapılması gerekenler belirtilmiş, Türk sendikasyon piyasasına yönelik yeni araştırma konularının neler olabileceğine ve bu konularda akademik araştırmaların artırılmasına yönelik değerlendirme ve önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1 SENDİKASYON KREDİLERİNİN GENEL ÇERÇEVESİ

1.1 Tanım

Sendika sözcüğü Türk Dil Kurumu tarafından: “işçilerin veya işverenlerin iş, kazanç, toplumsal ve kültürel konular bakımından çıkarlarını korumak ve daha da geliştirmek için aralarında kurdukları birlik” olarak tanımlanmaktadır (TDK Güncel Türkçe Sözlük). Daha geniş anlamda değerlendirildiğinde, sendika ortak bir hedefe ulaşmak amacı ile farklı ya da benzer yapıdaki kişi, kurum ya da kuruluşların bir araya gelerek oluşturdukları bir tür birliktelik olarak da tanımlanabilir. Finans ve bankacılık alanlarında ise sendika, bir grup banka ve/veya banka dışı finansal kuruluşun bir kurumun finansman ihtiyacını karşılamak üzere bir veya birden çok bankanın ve/veya banka dışı finansal kuruluşun liderliğinde bir araya gelerek oluşturdukları yapıya denir. Bu yapı tarafından finansman ihtiyacı olan kurumlara verilen ve belirli özellikler içeren krediler ise sendikasyon kredisi olarak adlandırılır. “Bir sendikasyon kredisinde iki ya da daha fazla kurum bir borçluya kredi verme konusunda ortaklaşa anlaşır” (Dennis ve Mullineaux 2000: 407). Kredi alan kurum enerji, finans, endüstri, ileri teknoloji, sağlık, ulaşım gibi farklı sektörlerde faaliyet gösteren bir firma olabileceği gibi bir devlet kurumu da olabilir. Sudi Apak’a göre, “sendikasyon kredisi iki veya daha fazla kredi veren kuruluşun bir araya gelmesiyle benzer hüküm ve koşullarla, ortak dokümantasyon ve ortak bir ajan kullanılarak büyük miktarda fon ihtiyacında olan bir borçluya sağlanan kredidir” (1995: 70). Robert P. McDonald da tanımında ortak dokümantasyona vurgu yapmış, sendikasyon kredisini, “iki ya da daha fazla kredi veren kuruluşun ortak bir kredi dokümantasyonu kullanarak bir borçluya kredi vermek üzere anlaşmalarıdır” şeklinde tanımlamıştır (1982: 12).

1.2 Sendikasyon Kredilerinin Temel Özellikleri

1.2.1 Kredi Tutarı

Sendikasyon kredilerini tek bir bankadan temin edilen klasik banka kredilerden ayıran özelliklerden biri yüksek tutarlı olmalarıdır. Örneğin 2012 yılı içerisinde küresel piyasalarda gerçekleşen en yüksek tutarlı sendikasyon kredisi bir İspanyol devlet fonu olan “Fondo Para la Financiacion de los Pagos a Proveedores” tarafından ülkedeki yerel otoriteler ve otonom bölgelerin finansmanında kullanılmak üzere alınan 38,2 Milyar ABD Doları tutarındaki kredi olurken, 2013 yılında ABD’de Verizon Communications, Inc. şirketinin 61,0 Milyar ABD Doları, 2014 yılında ise yine ABD’de de Actavis PLC şirketinin 36,4 Milyar ABD Doları tutarındaki şirket satınalma amaçlı olarak aldıkları krediler ilgili yılların en yüksek tutarlı sendikasyon kredileri olmuştur (Thomson Reuters 2012,2013,2014).

Bankalar kendilerinden talep edilen yüksek tutarlı kredileri finansal güçlerinin yetersizliği, tabii oldukları yasal düzenlemeler gibi nedenler ile tek başlarına temin edemeyebilirler ya da temin edebilmelerine rağmen yüklenecekleri kredi riskini paylaşmak amacı ile başka bankalar ile birlikte vermeyi tercih edebilirler. Bu gibi durumlarda birden fazla bankanın bir araya gelerek borçlunun talep ettiği krediyi birlikte vermeleri sendikasyon kredilerinin en temel özelliğidir. Sendikasyonun temelinde yüksek tutarlı kredi vermekten doğan riskin bankalar arasında paylaşılması yatmaktadır. Bu sebeple tutar itibariyle tek bir banka tarafından sağlanabilecek küçük krediler için uygun bir yöntem değildir. Bir bankanın sendikasyona ne kadar tutar ile katılacağı ve toplam kredinin ne kadarını sağlayacağı o bankanın sendikasyon grubu içerisindeki konumu ve alacağı ücreti de belirleyen önemli bir faktördür.

1.2.2 Faiz Oranı ve Ücretler

Sendikasyon kredilerinde uygulanan faiz oranı iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, referans olarak alınan LIBOR ya da EURIBOR gibi uluslararası kabul görmüş değişken bir faiz oranı iken ikinci bölüm bu referans oranının üzerine eklenen sabit bir orandan (*spread*) oluşmaktadır: LIBOR+%1, EURIBOR+%2 gibi. Değişken faiz oranı ve *spread* bir bütün olarak değerlendirildiğinde sendikasyon kredilerinin değişken faizli bir kredi türü oldukları söylenebilir. Taraflarca belirlenen

sabit oran kredi vadesi boyunca aynı kalabileceği gibi belirli aralıklar ile değiştirilebilir. Bu değişikliğin hangi dönemlerde yapılacağı ve yeni oranın ne olacağı henüz sözleşme aşamasında iken belirlenebileceği gibi sendikasyona katılan bankaların vade süresine yapacakları değerlendirmeler sonrasında da kararlaştırılabilir.

Bir sendikasyon kredisinin toplam maliyeti sadece uygulanan faiz oranından oluşmaz. Sendikasyona katılan bankaların grup içerisinde yerine getirdikleri görevlere göre aldıkları ücretler de vardır. Bu ücretlerin bir kısmı kredi işleminin başında, genellikle sözleşmenin imzalanmasını takip eden günler içerisinde ödenirken (front-end fees) bir kısmı da kredi vadesi süresince periyodik olarak ya da sadece bazı koşulların oluşması durumunda tahsil edilen ücretlerdir.

1.2.2.1 Düzenleme Ücreti (Arrangement Fee)

Adından da anlaşılacağı üzere düzenleme ücreti düzenleyici banka(lar)ın kredi işleminin düzenlenmesi karşılığında işin başında tahsil ettikleri bir ücrettir. Kredi düzenlemesinden kasıt kredi sözleşme şartlarının oluşturulması, ürünün pazarlanması, muhtemel katılımcı bankaların belirlenmesi, sendikasyon grubunun oluşturulması ve tüm tarafların bir araya getirilerek kredi işleminin sonuçlandırılmasıdır. Sendikasyon bir banka grubu tarafından düzenlenmiş ise düzenleme ücreti genellikle eş-düzenleyici bankalar arasında eşit olarak paylaşılır. Eğer düzenleyici banka bir tane ise ya da sendikasyon grubunda lider düzenleyici banka bulunuyorsa bu banka tahsil edilen ücretleri diğer bankalar ile paylaşmadan önce kendine belirli oranda bir komisyon ayırır. Lider bankanın kendisine ayırdığı bu komisyona “praecipium” denmektedir.

1.2.2.2 Tam Yüklenim Ücreti (Underwriting Fee)

Tam yüklenim hizmeti veren bir banka kredi tutarının tamamını sağlamayı karşı tarafa garanti ettiği için en iyi gayret aracılığı yöntemine kıyasla daha fazla risk alır. Yüklenici bankaların aldıkları bu ekstra risk için talep ettikleri ve kredi işleminin başında tahsil ettikleri ücrete tam yüklenim ücreti denmektedir.

1.2.2.3 Katılım Ücreti (Participation Fee)

Kredi piyasalarında referans olarak alınan, kıdemli ve itibarlı bankaların sendikasyon grubunda yer almaları diğer bankaların da katılımını teşvik etmekte ve sendikasyon işleminin başarıyla tamamlanmasını sağlamaktadır. Katılım ücreti bu tür bankaların krediye katılarak sendikasyon grubunda yer almayı kabul ettikleri için talep ettikleri ve genellikle kredi işleminin başında tahsil ettikleri bir ücret türüdür.

1.2.2.4 Acente Ücreti (Agency Fee)

Grupta acentelik görevini üstlenen banka(lar)ın kredi süresince yerine getirdikleri idari ve operasyonel işler ve verdikleri diğer acentelik hizmetlerinin karşılığı olarak aldıkları ücrettir. Bankalar bu ücreti genellikle kredi süresi boyunca yıllık olarak tahsil ederler.

1.2.2.5 Erken Ödeme Ücreti (Prepayment Fee)

Borçlunun vadesinden önce ödeme yapması durumunda borç verenler hesapladıkları faiz gelirinin tamamını elde edemeyeceklerdir. Borç verenlerin böyle bir durumda uğrayacakları zararı karşılamak için borçludan talep ettikleri bir tür cezalandırma ücretidir. Sadece borçlunun erken ödeme yapması durumunda tahsil edilir.

1.2.2.6 Taahhüt Ücreti (Commitment Fee)

Bankalar bir krediyi vermeyi taahhüt ettiklerinde kredi tutarı ile orantılı olarak kanunlar tarafından belirlenen bir miktar sermayeyi bünyelerinde tutmak zorundadırlar. Bu durum bankalara ekstra bir maliyet getirmektedir ve bu maliyete borçlu kredinin tamamını kullanmasa dahi katlanmak zorundadırlar. Bankaların bu maliyet karşılığında borçludan kredinin kullanmadıkları kısmı için talep ettikleri ücrete taahhüt ücreti denir. Ücretin ne kadar olacağı borçlunun kullanmadığı miktara göre belirlenir ve genellikle yıllık olarak alınır.

Bankaların verdikleri kredi tutarı, yükledikleri sorumluluk, taşıdıkları risk ve bunun doğal sonucu olarak da aldıkları ücretler sendikasyon grubu içerisindeki hiyerarşik yapıya uygun olarak belirlenir. Üstteki banka altındaki bankalara kıyasla

daha fazla sorumluluk yüklenir, kredinin daha fazla miktarını temin eder ve daha fazla ücret alır.

Sendikasyon kredisinin toplam maliyeti düşünüldüğünde faiz oranı ve ücretlere ek olarak dikkate alınması gereken bir başka maliyet de süreç boyunca yapılan harcamalardır. Bunlara örnek olarak kredi sözleşmesinin hazırlanması aşamasında alınan hukuki danışmanlık ücretleri, kredinin pazarlanması aşamasındaki reklam ve tanıtım giderleri, dünyanın farklı bölgelerindeki bankalara tanıtım ve pazarlama amaçlı yapılan seyahat giderleri, dokümantasyon, basım ve yayın giderleri ve imza töreni harcamaları gösterilebilir. Özellikle farklı coğrafyalardan fazla sayıda bankanın katıldığı, karmaşık yapıları kredi sözleşmelerinde bu tür harcamalar yüksek maliyetler oluşturmaktadır. Bu harcamaların karşılanması konusunda iki farklı yöntem benimsenebilir. Birincisi, masrafların tamamının borç alan kurum tarafından karşılanmasıdır. Bu durumda, sözleşme imzalanmasını müteakip düzenleyici banka yapılan harcamaları karşı tarafa fatura ederek tahsil etme yoluna gider. İkinci yöntem ise süreç başında bu tür harcamalar için iki taraf arasında bir tavan tutar belirlenmesidir. Toplam harcamaların bu tavanı aşması durumunda borç alan kurum tavan tutarı öderken aşan kısım anlaşmaya bağlı olarak tamamen düzenleyici banka tarafından ödenebileceği gibi sendikasyona katılan bankalar arasında da paylaşılabilir.

1.2.3 Vade

Sendikasyon kredileri vadeleri genellikle iki yıl ile on yıl arasında değişen orta vadeli kredilerdir. Bununla birlikte kredinin türü ve kullanım amacına göre bir yıldan kısa vadeli sendikasyon kredileri düzenlenebileceği gibi yirmi yıl gibi çok daha uzun vadelerde de düzenlenebilir. Vadenin belirlenmesinde borçlunun faaliyet gösterdiği ülkenin makroekonomik koşulları 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. Dünya sendikasyon kredisi piyasalarında farklı vadelere rastlamak mümkün olsa da bir sendikasyon kredisinin vadesi temel olarak borç talep eden kurumun talebine göre belirlenmektedir. Bu da kredinin hangi amaç

için kullanılacağına bağlı olarak değişebilmektedir. Genel olarak gemi ve uçak yapımı, gayrimenkul projeleri, elektrik santrali ve baraj inşası, otoyol, tünel ve köprü yapımı gibi proje finansmanı amacı ile alınan sendikasyon kredileri, dış ticaretin finansmanı, şirket satın almaları, işletme sermayesi, genel kurumsal amaçlar, borçların re-finansmanı gibi amaçlarla alınan kredilere kıyasla daha uzun vadeli olmaktadır. Ülkemizde ise bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin çoğunlukla dış ticaretin finansmanı amacı ile kullanıldıkları ve bir yıl vadeli oldukları görülmektedir. Bankalar genellikle vade sonunda oluşan şartları değerlendirerek kredileri yenilemeyi ya da geri ödemeyi tercih etmektedirler. Yenilemeyi tercih eden bir banka, krediyi aynı tutarda yenileyebileceği gibi daha düşük ya da daha yüksek miktarlarda yenilemeyi de tercih edebilir. Benzer şekilde, kredi veren bankalar da yeni sendikasyona katılmamayı tercih edebilecekleri gibi gruba yeni bankalar da dâhil edilebilir.

1.2.4 Ortak Dokümantasyon

Sendikasyon kredilerinde borçlu kurum ile sendikasyona katılan bankalar arasındaki borç-alacak ilişkilerini düzenleyen bir adet borç sözleşmesi vardır ve bu sözleşme gruptaki tüm bankalar için geçerlidir. Kredi işlemine dair tüm koşulların bu tek sözleşmeyle belirlenmesi nedeniyle ortak dokümantasyon sendikasyona katılan borç verenleri bir arada tutan önemli etkenlerden biridir. Bununla birlikte, kredinin yapısında çeşitlilik bulunduğu durumlarda, örneğin kredinin farklı vade veya para birimlerinden oluşan dilimleri bulunduğu, bazı sözleşme koşulları kredi dilimlerine göre farklılık gösterebilir.

Ortak dokümantasyon borçlunun iflası ve borcun ödenmemesi durumunda borç verenlerin haklarının finansal ve hukuki açılardan nasıl korunacağına düzenlemesi bakımından da önem taşımaktadır. Bu sebeple tüm bankalar için geçerli olan bir ortak kredi sözleşmesi ve dokümantasyonunun hazırlanması, sendikasyon kredi sürecinin önemli adımlarından birini oluşturmaktadır. Bankalar özellikle türev araçların kullanıldığı, karmaşık yapıda kredi sözleşmelerinin düzenlenmesinde bu alanda tecrübeli, uzman hukuk firmalarından destek alabilmektedirler. Sendikasyon sürecinde düzenleyici banka(lar) tarafından hazırlanan taslak kredi sözleşmesi önce borç talep eden kuruma gönderilir. Borçlunun görüşünün alınması, talep ettiği

düzeltilme 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.

1.2.5 Yükümlülüklerin Ayrılığı

Sendikasyon grubunun oluşumu sırasında katılımcı bankalar her ne kadar borç talep eden kurum yerine grubu oluşturan lider banka ile muhatap olsalar dahi, kredi sözleşmesi imzalandığında gruptaki her bir banka borçluya doğrudan kredi vermiş olmaktadır. Bir başka deyişle, sendikasyon yolu ile verilen kredilerde, borçlu ile gruptaki bankaların her biri arasında iki taraflı borç-alacak ilişkisi doğmaktadır. Ortak kredi dokümantasyonu yolu ile sınırları çizilen bu ilişkideki temel özelliklerden biri de her bir bankanın kendi katılım payından sorumlu olmasıdır. Gruptaki bankalardan bir veya birden fazlasının yükümlüklerini yerine getirmemesi durumunda diğer bankaların bu bankaların taahhütlerini yerine getirme zorunluluğu bulunmamaktadır.

1.3 Sendikasyon Grubunun Yapısı

Sendikasyon grubunun yapısına dair özellikler genel olarak krediyi vermek üzere kaç borç verenin bir araya geldiği, her bir katılımcının kredi içerisindeki payı, katılımcılar arası görev dağılımı gibi konularla ilgilidir. Bunlara ek olarak katılımcıların ne tür kurumlar oldukları (yatırım bankası, ticari banka, sigorta şirketi, yatırım fonu, emeklilik fonu vb.), faaliyet gösterdikleri sektörler ve ülkeler, finansal ve operasyonel büyüklükleri gibi özellikleri de sendikasyon grubunun yapısı kapsamında ele alınan konulardır. Sendikasyon grubunun yapısını belirleyen önemli faktörlerden biri de hiç kuşkusuz grubu oluşturan düzenleyici bankanın kim olduğudur. Düzenleyici bankanın finansal ve operasyonel büyüklüğü, uzmanlaşmış olduğu sektörler, borçlu ile geliştirdiği ikili ilişkiler, genel merkezinin bulunduğu ve faaliyet gösterdiği ülkeler, daha önceki sendikasyon tecrübeleri gibi birçok özelliği kredinin nasıl bir grup tarafından verileceğinin belirlenmesinde önem taşımaktadır.

Sendikasyon grubunun yapısına ait önemli özelliklerinden biri de grup içerisinde hiyerarşik bir düzeninin olmasıdır. Bu düzen bankaların toplam finansman içindeki paylarına ve üstlendikleri görevlere göre belirlenmektedir. Hangi bankanın ne kadar ücret alacağı da bankanın bu hiyerarşik yapı içerisindeki kıdemine göre belirlenmektedir. Grup içerisinde bir bankanın birden fazla görev üstlenmesi mümkün olduğu için bankaların hiyerarşik düzen içerisindeki unvanları hakkında fikir birliği yoktur. Örneğin lider banka aynı zamanda dokümantasyon, ödemelerin düzenlenmesi ve gerçekleştirilmesi, geri ödemelerin tahsil edilmesi gibi idari işleri de yaparak hem lider banka hem de acente banka olarak adlandırılabilir. Tablo 1.1 tamamı bankalardan oluşan örnek bir sendika yapısını ve bu yapıdaki hiyerarşiyi göstermektedir.

Tablo 1.1 Örnek Sendikasyon Yapısı

Görevi	Finansmandaki Payı	Aldığı Ücret
Lider Düzenleyici (Lead Arranger)		
Banka-1	100 Milyon TL	175 baz puan
Düzenleyici (Arranger)		
Banka-2	75 Milyon TL	125 baz puan
Banka-3	75 Milyon TL	125 baz puan
Banka-4	75 Milyon TL	125 baz puan
Lider Yönetici (Lead Manager)		
Banka-5	50 Milyon TL	75 baz puan
Yönetici(Manager)		
Banka-6	30 Milyon TL	40 baz puan
Banka-7	30 Milyon TL	40 baz puan
Banka-8	30 Milyon TL	40 baz puan
Katılımcı (Participants)		
Banka-9	10 Milyon TL	15 baz puan
Banka-10	10 Milyon TL	15 baz puan
Banka-11	10 Milyon TL	15 baz puan
Banka-12	10 Milyon TL	15 baz puan
Acente (Agent)		
Banka-13		

Tablo 1.1’de gösterilen örnek yapıdaki seviyelerde sadece bir banka görev yapmak zorunda değildir. Özellikle karmaşık yapılı ve yüklü miktardaki kredilerin sendikasyonunda bazı görevlerin yerine getirilmesinde birden fazla banka görev alabilmektedir. Örneğin sendikasyona birden fazla bankanın liderlik ettiği durumlarda bu bankaların her birine eş-lider (co-leader/co-lead arranger) banka

denir. Benzer şekilde birden fazla bankanın düzenleyicilik, yöneticilik ya da acentelik yapmaları durumunda bu bankalar eş-düzenleyici (co-arranger) eş-yönetici (co-manager), eş-acente (co-agent) bankalar olarak adlandırılırlar.

Lider düzenleyici/Lider banka borçludan sendikayı kurup kredi işlemini gerçekleştirmek üzere yetki alan bankaya verilen addır. Genellikle sendikasyona en yüksek tutar ile katılan, en kıdemli banka olmakla birlikte katılımcı bankalardan daha küçük bir tutar ile katılmayı da tercih edebilir. Borç talep eden kuruma kredi teklifinin sunulması ile başlayan ve kredinin vade sonunda kapatılmasına kadar devam eden süreçte lider bankaya birçok görev düşmektedir. Bu görevlere örnek olarak taslak kredi sözleşmesinin hazırlanması, gruba katılacak bankaların belirlenmesi ve teklif götürülmesi, bilgi notunun hazırlanarak potansiyel katılımcılara gönderilmesi, imza töreni hazırlıklarının gerçekleştirilmesi gösterilebilir. Lider bankanın üstlendiği önemli görevlerinden biri de grup içerisinde koordinasyonun sağlanmasıdır. Örneğin kredi süresi boyunca borçlanma şartlarında meydana gelebilecek değişiklikleri diğer katılımcılara bildirmek ve gerekli ise onaylarını almakla yükümlüdür. Benzer şekilde lider banka diğer katılımcılara danışmadan ve onların onaylarını almadan borçlunun iflasını ilan edemez. Lider bankanın üzerine düşen önemli sorumluluklardan biri de sendikasyon işlemlerinde hem katılımcı bankaların hem de kredi alan kurumun çıkarlarının korunmasıdır. Grup içerisinde borç talep eden kuruma en yakın olan ve onun hakkında en fazla bilgiye sahip olan banka olması lider banka ile katılımcı bankalar arasında asimetrik bilgi ve buna bağlı olarak ters seçim ve ahlaki risk² sorunlarını ortaya çıkarmaktadır. “Kredinin birden fazla borç veren arasında paylaşıldığı sendikasyon kredilerinde, ahlaki riskin lider düzenleyici ile sendikasyona katılan diğer üyeler arasında geçerli olan ve literatürde “sendikasyon ahlaki riski” adı verilen ek bir unsuru bulunmaktadır” (Bosch ve Steffen 2011: 290). Ters seçim ve ahlaki risk sorunları satış öncesi fiyatlama aşamasındaki sorunlar ve satış sonrası borçlu performansının izlenmesi ile ilgili sorunlar olarak iki aşamada ortaya çıkmakta ve birbirlerinden farklı yapıdadırlar.

² İngilizce’de “moral hazard” olarak adlandırılan durum, bilgi asimetrisi kaynaklı olarak sözleşme sonrasında ortaya çıkan bir sorundur. Borçlunun aldığı fonları borç verenin onaylamayacağı ve kredinin geri ödenmeme olasılığını artıracak faaliyetlerde kullanması durumunda borç vereni bekleyen bir tehlike olarak tanımlanabilir. Türkçe’de sıklıkla kullanılan ahlaki risk ve ahlaki tehlike terimlerinin bu durumu tam olarak açıklayamadığı ve moral hazard teriminin anlamını karşılamadığı düşünülmektedir. “İyi niyeti kötüye kullanma tehlikesi” tabiri bu durumu daha iyi ifade etmektedir.

Kredi süresince lider banka ile sendikasyona katılan diğer borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesinde, lider bankanın grubun yapısını kontrolü altında tutabilmesi önemli rol oynamaktadır. Grup içerisinde sahip olduğu kıdem, yüklendiği risk ve üstlendiği sorumluluklara paralel olarak en yüksek ücretleri de lider banka(lar) almaktadır.

Yönetici aslında işlevsel olarak katılımcılardan hiçbir farkı olmayan ancak özellikle yüksek tutarlı kredilerde katılımcılardan daha fazla finansman sağlayan bankalar için kullanılan bir unvandır.

Katılımcılar lider bankanın pazarlama ve satış çalışmaları sonucu yaptıkları değerlendirmeler sonrasında sendikasyon grubuna katılmayı kabul eden, grup içerisinde finansman payı en az olan ve paylarına düşen miktarın finansmanı dışında fazla görevi olmayan kurumlardır. Bu kurumlar sendikasyon grubunun oluşturulması sırasında kredi koşulları, borç talep eden kurumun risk değerlendirilmesi gibi konularda genellikle lider ya da düzenleyici banka ile muhatap olsalar dahi her bir katılımcı borç alan kuruma direk olarak borç vermektedir. Dolayısıyla, bir sendikasyon kredisinde yükümlülüklerin ayrılığı esastır. Sendikasyona katılan her bir borç veren kendi payından sorumludur, bir borç verenin taahhütlerini yerine getirememesi diğer borç verenler üzerinde ek bir yükümlülük doğurmaz.

Sendikasyon grubunda kritik öneme sahip bankalardan biri de acente bankadır. Özellikle sözleşmenin imzalanması ile başlayıp vade sonuna kadar devam eden süreçte kredinin tüm taraflar için sorunsuz bir şekilde yürütülebilmesi acente bankanın tecrübesine bağlıdır. Acente bankanın sorumlulukları arasında kredi süresi boyunca borçlunun sözleşme şartlarını yerine getirip getirmediğini takip etmek, faiz hesaplamalarını yapmak, bankalar ve borçlu arasında ödeme ve geri ödemelere aracılık etmek, taraflar arasındaki işlemlerin muhasebe ve benzeri kayıtlarını tutarak bunları ilgili taraflara bildirmek, kredi alan kuruma karşı sendikanın temsilciliğini yapmak gibi birçok operasyonel ve idari iş sayılabilir. Lider banka oluşturduğu sendikasyon yapısına bağlı olarak bu işleri bizzat kendisi yürütebileceği gibi başka bir bankayı da acente banka olarak gruba dâhil edebilir. Hatta yüksek tutarlı ve karmaşık yapıları sendikasyon kredilerinde bu tür işlemler daha önceki tecrübelerine

dayanarak birden fazla banka tarafından da yürütülebilir. Bu durumda bankalar uzmanlaştıkları işlere göre dokümantasyon acentesi (documentation agent) ya da yönetici acente (administrative agent) gibi farklı isimler alabilirler.

1.4 Yüklenim Türü

Sendikasyon grubunun yapısını ve grup içerisindeki görev dağılımını belirleyen önemli konulardan biri de lider banka(lar)ın bu sorumluluğu ne tür bir aracılık yüklenimi ile yerine getireceğidir. En iyi gayret aracılığı (best-effort) yönteminde lider banka kredinin tamamını sağlamayı garanti etmez, ancak elinden gelen en iyi gayreti gösterir. Hedeflenen miktarda kredi temin edilemezse, lider banka ya da kredi talep eden kurum aralarındaki anlaşmanın şartlarına bağlı olarak anlaşmayı tek taraflı olarak fesih edebilir ya da taraflar gerçekleşmesi mümkün görünen bir tutar üzerinden anlaşmayı yenileyebilirler. Tam yüklenim (underwriting) yönteminde ise lider banka üzerinde anlaşma sağlanan şartlar altında hedeflenen kredi tutarını temin etmeyi karşı tarafa garanti eder. Bu durumda lider banka aynı zamanda yüklenici banka olarak da isimlendirilir. Bu yöntemde, yüklenici banka karşı tarafa garanti verdiği ve en iyi gayret aracılığı yöntemine kıyasla daha fazla risk aldığı için sadece daha yüksek faiz oranı uygulamakla yetinmez aynı zamanda tam yüklenim ücreti de talep eder. Yüklenim türü, sendikasyon sürecinde bir bankanın borç talep eden kuruma tek başına mı yoksa bir grup olarak mı teklif sunacağını belirlemede önemli bir etkidir. Sendikasyon kredilerinin yüksek tutarlı krediler olması nedeni ile borç talep eden kurumun tam yüklenimi tercih ettiği durumlarda düzenleyici bankalar tek başlarına teklif vermek yerine başka bankalar ile bir araya gelerek eş-düzenleyiciler olarak bir grup teklifinde bulunmayı tercih edebilirler.

1.5 Süreç

Sendikasyon sürecinde iki önemli aşama bulunmaktadır: birincisi borç talep eden kurumun bir veya birden çok bankayı sendikanın kurulması ve borç verme işleminin tamamlanmasında lider düzenleyici banka(lar) olarak görevlendirmesi, ikincisi ise kredi sözleşmesinin tüm tarafların katılımı ile imzalandığı imza törenidir. Borç talep eden kurum düzenleyici banka(lar)a bu görevi yetki mektubu (mandate letter) denilen, içerisinde miktar, yüklenim türü, faiz ve ücretler, vade, görev ve yükümlülükler gibi üzerinde anlaşma sağlanan şartların belirtildiği bir sözleşme ile

verir. Borç talep eden kurum tarafından yetkilendirilen bu bankalara uluslararası sendikasyon piyasalarında MLA (Yetkilendirilmiş Lider Banka) adı verilmektedir. Bu bağlamda, sendikasyon süreci yetki mektubu öncesi, yetki mektubu sonrası ve imza sonrası olmak üzere üç ana bölümde incelenebilir.

1.5.1 Yetki Mektubu Öncesi Dönem

Bu aşamada genellikle finansman ihtiyacı olan kurum farklı bankalar ile görüşmeler yaparak teklif toplasa da bazı durumlarda bankalar daha aktif olup firmalara sendikasyon kredisi satabilmek için teklifler sunabilir. Kredi talep eden kurum teklif toplayacağı bankaları seçerken daha önce ilişki içinde olduğu, yakından tanıdığı sınırlı sayıdaki bankadan teklif isteyebilir ki bu bankalar genelde ticari bankalardır, ya da altyapı projeleri finansmanı, dış ticaret finansmanı gibi kredinin kullanım amacına göre ilgili alanda uzmanlaşmış bankalardan teklif alabilir. Üçüncü seçenek ise tanışıklık, uzmanlık gibi kriterler belirlemeden tüm bankalara açık bir teklif çağrısında bulunmaktır.

Teklif çağrısı alan bir bankanın yapması gereken en önemli şey borç talep eden kurumun ihtiyaçlarını en uygun şartlarda karşılayacak ve teklifin başarıya ulaşma şansını artıracak bir teklif stratejisi oluşturmaktır. Bu aşamada bir bankanın en çok tercih edeceği yöntem, ücretlerin bankalar arasında nasıl paylaşılacağı, hangi bankaların hangi görevleri yerine getireceği, yetkilerin paylaşımı gibi sendikasyon işlemi ile ilgili tüm konulara tek başına karar vereceği bir teklif sunmak olacaktır. Bu teklif türüne tekli teklif denilmektedir. Ancak sendikasyon kredilerinin normal kredilere göre daha karmaşık yapılı ve yüksek tutarlı olmaları bankaları sorumluluk ve riskleri paylaşmak amacı ile tek başlarına hareket etmek yerine borçluya bir grup olarak teklif sunma stratejisi izlemeye zorlayabilir. Bu teklif türüne ise çoklu teklif denmektedir. Borç talep eden kurumun tam yüklenim teklifi istemesi durumunda çoklu teklif vermenin önemi daha da artmaktadır. Çoklu teklif her ne kadar bankalara yüksek tutarlı ve karmaşık işlemlerde avantaj sunsa da birçok zorluğu da beraberinde getirmektedir. Bunların başında yüklenilecek risklerin ve bu riskler karşısında alınacak ücretlerin paylaşımı gelmektedir. Grup içerisinde görevlerin paylaşımı ve bankaların gruba katılmadaki farklı motivasyonları da diğer zorluklar olarak gösterilebilir. Örneğin ücretlerin eşit olarak paylaşılacağı bir sendikasyonda bir

banka borç talep eden kurum ile daha yakın ilişkiler kurmak ve geleceğe dönük iş fırsatları yaratabilmek için gruba dâhil olmak isterken, krediye yönelik operasyonel işlemlerden uzak durmak isteyebilir. Bir diğer banka ise sahip olduğu sendikasyon tecrübesini kullanmak amacı ile özellikle operasyonel işlemleri yürütmek ve bunun karşılığında yüksek ücret alabilmek amacıyla gruba katılmak isteyebilir. Çoklu tekliflerin başarıya ulaşması genellikle gruba katılan bankaların coğrafi çeşitliliği, daha önceki sendikasyon tecrübeleri ve borç talep eden kurumla kurmuş oldukları yakın ilişkileri gibi etkenlere bağlı olmaktadır. Tüm bu etkenlere ek olarak, sendikasyon kredileri piyasasındaki genel durum, rakip grupların izledikleri stratejiler ve sundukları teklifler gibi dışsal faktörler de grup teklifinin başarıya ulaşmasında önemli rol oynamaktadır. Bir bankanın tekli ya da çoklu teklif sunma kararını vermesinde piyasa koşulları da önem taşımaktadır. Piyasada fonların bol, faizlerin düşük, bankalar arası rekabetin fazla olduğu durumlar genellikle borç talep eden kurumları daha avantajlı konuma getirmektedir. Bu şartlar altında borç talep eden kurum bankalar arasındaki rekabetten faydalanmak ve sendikasyon işleminin başarı ile sonuçlanması ihtimalini kuvvetlendirmek amacı ile sadece çoklu teklifleri kabul etme kararı verebilir.

Borç talep eden kurum yetki vereceği banka ya da banka grubunu belirlerken faiz oranı, ücretler, aracılık yüklenimi yöntemi, geri ödeme koşulları, kaç bankanın bir araya geleceği, düzenleyici bankanın sendikasyon tecrübesi, sürecin ne kadar zamanda tamamlanacağı, kendisinden istenen teminat tutarları ve türleri gibi birçok değişkene bakar ve kendi şartlarına en yakın teklifi veren banka ya da banka grubunu seçer. Alternatif teklifler arasında bir karar vermek için, teklif veren bankalarla tekliflerindeki bazı hüküm ve koşullar üzerine pazarlık yapabilir. Bu pazarlık kredinin maliyetini düşürmek üzere olabileceği gibi yukarıda belirtilen koşulların kolaylaştırılması amacıyla da olabilir.

1.5.2 Yetki Mektubu Sonrası Dönem

Borç talep eden kurumun tercih ettiği banka ya da banka grubuna yetki vermesi ile birlikte artık yetki mektubu sonrası dönem başlamış olur. Bu aşamada öncelikle banka(lar), kredi talep eden kurumla bir araya gelerek bir bilgi notu (information memorandum) hazırlar. Bu bilgi notu borç verenlerin ihtiyacı olan her

türlü bilgiyi içerecek şekilde hazırlanan oldukça kapsamlı bir dokümandır ve genelden özele incek şekilde, öncelikle borç talep eden kurumun faaliyet gösterdiği ülkeye ait parasal sistem, dış ticaret, kamu maliyesi, üretim, borçluluk gibi ülkenin makroekonomik durumunu ve ülke riskini gösteren verileri içerir. Daha sonra borç talep eden kurumun faaliyet gösterdiği sektör, bu sektörün ülke ekonomisi içerisindeki yeri, sektördeki diğer oyuncular gibi bilgi, veri ve öngörüler sunulur. Son olarak ise kurumu tanıtan, kurumun içerisinde bulunduğu finansal durumu açıklayan, planlanan kredi işlemi ile ilgili detaylı bilgilerin bulunduğu ve borç verenlerin alacakları kurumsal riski ölçmelerine yardımcı olacak bir bölüme yer verilir. Ancak düzenleyici banka bir tane ise, sendikasyona katılması planlanan banka sayısı az ve borç talep eden kurum ile yakın ilişki içerisinde olan bankalardan oluşuyorsa bu kadar detaylı bir bilgi notuna gerek olmayabilir. Hatta düzenleyici bankanın bilgi notu hazırlamadan aday bankaları davet ederek sendikasyon grubunu oluşturması da mümkündür. Sendikasyona her ne kadar birden fazla banka katılacak olsa da yapılan işlem kredi talep eden kurum ile sendikasyon grubu arasında özel bir işlem olacağı için bu bilgi notunun gizliliği esastır ve düzenleyici banka potansiyel katılımcılara gönderdiği bilgi notun gizliliğini sağlamakla yükümlüdür. Bu aşamada düzenleyici bankanın üzerine düşen iki önemli görev vardır. Birincisi, hazırladığı bilgi notu ile ilgili olarak hem içeriğin onaylanması hem de ilgili taraflara gönderilmesi amacı ile borç talep eden kurumdan yazılı onay almak, ikincisi ise bilgi notunu göndereceği bankalar ile önceden bir gizlilik sözleşmesi imzalamaktır. İlerleyen aşamalarda düzenleyici banka gerekli gördüğü takdirde tanıtım toplantıları (road-show) düzenleyerek gruba katılmasını istediği bankaları ziyaret eder ve birebir görüşmeler ile onları ikna etmeye çalışır. Bu ziyaretlere kredi talep eden kurum temsilcilerinin de katılması mümkün olabilmektedir.

Lider bankanın yetki mektubunu aldıktan sonra yapması gereken bir başka işlem de taslak kredi sözleşmesinin hazırlanmasıdır. Kredi sözleşmeleri borçlunun iflası ve borcun ödenmemesi durumunda borç veren haklarının finansal ve hukuki açılardan nasıl korunacağını düzenlemesi bakımından önem taşımaktadırlar. Bu sebeple bankalar özellikle türev araçların kullanıldığı, daha karmaşık yapıları kredi sözleşmelerinin düzenlenmesinde bu alanda tecrübeli, uzman hukuk firmalarından destek alabilmektedirler. Hazırlanan taslak kredi sözleşmesi önce düzenleyici

banka(lar) tarafından kontrol edilip gerekli düzeltme ve eklemeler yapıldıktan sonra borç talep eden kuruma gönderilir. Borç talep eden kurum ile taslak üzerinde anlaşmaya varıldıktan sonra sözleşme potansiyel katılımcı bankalara gönderilir. Bu bankaların talepleri doğrultusunda revize edilen taslak sözleşmeye nihai hali verilerek tüm taraflar ile paylaşılır.

Yetki mektubunu alan bankanın bilgi notu ve taslak kredi sözleşmesini hazırlamasını müteakip atacağı adım grupta hangi seviyedeki bankaların ne kadar borç vereceğinin ve buna karşılık ne kadar ücret alacağını belirlenmesi olacaktır. Örneğin 500 milyon ABD doları tutarındaki bir kredi için düzenleyici bankanın 50 milyon ABD doları ile katılması ve 20 baz puan ücret alması, yönetici bankaların 30 milyon ABD doları ile katılması ve 15 baz puan ücret alması, katılımcı bankaların 15 milyon ABD doları ile katılması ve 10 baz puan ücret almaları gibi. Düzenleyici banka kredinin küçük bir bölümünü taahhüt edip kalan kısmının diğer bankalar tarafından temin edilmesini isteyebilir, ya da tam tersi olarak büyük kısmını taahhüt edip kalan küçük kısmının diğer bankalar tarafından temin edilmesini sağlayabilir. Hatta gerekli görürse kredinin tamamını da katılımcı bankalara yükleyebilir.

Bankaların katılım miktarlarını ve ücretleri belirleyen düzenleyici bankanın bir sonraki adımı teklifin geçerlilik süresi, kredi işlemi ile ilgili bilgi notunun nasıl temin edilebileceği, düzenleyici banka tarafındaki sorumlu kişiler ve irtibat bilgileri gibi diğer gerekli bilgileri de içeren bir davetiye mektubu hazırlamak olacaktır. Katılım miktarları ve bankaların alacakları ücretler ile ilgili önemli bir husus ilk ve son taahhüt ayırımıdır. Sendikasyona katılmayı kabul eden bir banka, düzenleyici banka tarafından davet mektubunda belirtilen miktarı ödemeyi ve karşılığında belirlenen ücreti almayı taahhüt eder. Bu ilk taahhüttür. İlerleyen aşamalarda örneğin sendikasyona beklenenden fazla talep gelmesi durumunda düzenleyici banka bu bankanın katılım tutarını bir alt basamağa indirebilir ve bankadan bu miktarda katılması için son taahhütte bulunmasını ister. Böyle bir durumda banka tutar olarak bir alt basamaktan sendikasyona katılsa bile daha yüksek olan ilk taahhüt tutarına karşılık belirlenen ücreti alma hakkına sahiptir.

Davetiye mektubunu hazırlayan düzenleyici bankanın bir sonraki aşamada yapması gereken bu mektubun hangi bankalara gönderileceğinin belirlenmesidir. Düzenleyici bankanın başarısı vade, faiz oranı, ücretler, geri ödeme şartları gibi kredi anlaşmasından kaynaklanan şartlar kadar oluşturacağı grup ile geliştireceği ilişkiler ve grubun toplam performansı ile de doğrudan ilişkilidir. Bu sebeple düzenleyici banka gruba katılacak bankaları belirlerken ne tür bankacılık faaliyetlerinde uzmanlaştıkları, buldukları coğrafi bölgeler, daha önceki sendikasyon tecrübeleri, birlikte aynı sendikasyon grubunda yer alıp almadıkları, ücret paylaşımları, sendikasyonun yüklenim türü, gibi birçok etkeni göz önünde bulundurmak zorundadır. Sendikasyona katılacak bankaları belirlemede düzenleyici banka her zaman serbest olmayabilir. Borç talep eden kurum düzenleyici bankadan katılımcı banka sayısını kısıtlı tutma, sadece daha önce ikili ilişkiler kurduğu tanıdık bankaları dâhil etme ya da tam tersi yeni iş ilişkileri kurabilmek amacı ile kendisi ile aynı ülkeden ya da yabancı ülkelerden daha önce çalışmadığı bankaları dahil etme gibi yönlendirme ve hatta kısıtlamalarda bulunabilir. Düzenleyici bankanın vermesi gereken önemli kararlardan biri de kaç bankayı davet edeceğidir. Yeterince bankayı davet etmemesi, talebin karşılanamamasına ve sendikasyonun başarısızlıkla sonuçlanmasına yol açacağı gibi gereğinden fazla bankayı davet etmesi de belirlenen tutardan daha fazla talep gelmesine ve düzenleyici bankanın katılımcıların ilk taahhütlerini azaltmak zorunda kalmasına yol açacaktır. Bu durum, bilanço ve nakit akışlarını ilk taahhütlerine göre ayarlayan bankalar için memnuniyetsizlik yaratacağı gibi ücret dağılımı açısından lider bankanın aleyhine bir dağılıma sebep olacaktır.

Davet mektubu alan bankalar sendikasyon teklifini ilgili birimleri ile değerlendirdikten sonra katılım kararı verirler ise olumlu cevaplarını; teklifi kabul etmemeleri durumunda ise ücretlerin düşük bulunması, sürenin yetersiz olması, işlem ile ilgili yeterli bilgi sunulmaması vb. sebebi ile birlikte olumsuz cevaplarını düzenleyici bankaya bildirirler. Düzenleyici banka aldığı cevaplar doğrultusunda ilerleyen süreç içerisinde gerekli olan çalışmaları yapar. Davet ettiği bankalardan yeteri kadar katılım sağlayamadığı durumlarda eğer sözleşme tam yüklenim prensibi ile düzenlenmişse kredinin eksik kalan kısmını kendisi tamamlamak ve bunun için de gerekli kaynakları bulmak zorunda kalacaktır. En iyi gayret aracılığı durumunda ise borç talep eden kurumla görüşmeler yapılarak kredi miktarının düşürülmesini ya da

ücretler, vade, teminatlar gibi sözleşme koşullarının iyileştirilerek katılımcı bankalar için daha cazip hale getirilmesini isteyebilir. Kredi talep eden kurumun itibarı ve güvenilirliği, piyasadaki fonların fazlalığı, bankalar arası rekabet, sözleşme koşullarının uygunluğu gibi etkenler nedeniyle düzenleyici bankanın hedeflenen tutardan daha fazla teklif toplanması da mümkün olabilir. Böyle bir durumunda düzenleyici banka borç talep eden kurum ile görüşüp kredi tutarını artırmasını talep edebilir. Artırım talebi alan kurum ise gelen teklifleri cazip bulup borçlanma tutarını yükseltebileceği gibi önceden belirlenen tutarı değiştirmeden de borçlanmayı tamamlamak isteyebilir. Kurumun artırımını kabul etmediği durumlarda düzenleyici banka tüm ya da bazı bankaların katılım tutarını bir alt basamağa indirebilir ya da her seviye için belirlediği kredi tutarlarını düşürebilir. Hangi seviyede ne kadar indirim gidileceği, seviyeler arasında belirli bir oran korunup korunmayacağı gibi konular düzenleyici bankanın yetkisindedir. Eğer düzenleyici banka ilk taahhütlerde indirim gidilmesine karar verirse, bankalar daha düşük bir tutar ile sendikasyona katılsalar dahi ilk taahhüt tutarına karşılık belirlenen ücreti alma hakkına sahiptirler.

Yetki mektubu sonrası dönemin son adımı kredi sözleşmesinin imzalanmasıdır. Sendikasyon kredileri borçlu, düzenleyici ve katılımcı bankaların temsilcilerinin katıldığı bir tören ile imzalanır. İmza törenleri kredi işleminin basın aracılığı ile kamuoyuna duyurulması, borçlunun ve sendikasyona katılan bankaların reklamlarının yapılması gibi açılardan önem taşımaktadır. Taraflar genellikle imza törenleri için özel hazırlıklar yapmakta ve en üst seviyede temsil edilmektedirler. İmzalanan sendikasyon kredilerinin basına duyurulmasında kullanılan araçlardan biri de literatürde mezar taşı (tombstone) olarak yerini almış gazete ilanlarıdır. Genellikle tek sayfalık bir duyuru olan mezartaşlarında tarih, borç alan kurum ve logosu, kredi tutarı, ne tür bir sendikasyon işlemi olduğu ve/veya kullanım amacı, katılım tutarı ve sendikasyondaki pozisyonlarına uygun hiyerarşik sıra ile düzenleyici, lider yönetici, yönetici, katılımcı vb. bankaların isimleri bulunmaktadır. Şekil 1.1'de örnek bir mezar taşı ilanı gösterilmektedir.



Severn River Crossing Plc

**Sterling 340,000,000
Project Financing**

Arranged by

Bank of America International Limited

Underwritten by

Bank of America NT&SA
Banque Nationale de Paris

Lloyds Bank Plc
Crédit Agricole
London Branch

Lead Managed by

Bank of America NT&SA
Lloyds Bank Plc

Banque Nationale de Paris
Crédit Agricole
London Branch

Société Générale
London Branch
Commerzbank Aktiengesellschaft
Generale Bank S.A./N.V.

Bayerische Landesbank Girozentrale
London Branch
Crédit Lyonnais

Co-Lead Managed by

Westdeutsche Landesbank Girozentrale
London Branch

Managed by

Banque Internationale à Luxembourg SA (London)
Dresdner Bank AG
London Branch

CIC Banques

Co-Managed by

The Bank of Tokyo, Ltd.
Caisse Centrale des Banques Populaires
Hessische Landesbank -Girozentrale-
London Branch

Banque Française du Commerce Extérieur
London Branch
Crédit du Nord S.A.

Agent

Bank of America International Limited

 **Bank of America**

Kaynak: Rhodes (1993)

Şekil 1.1 Mezartası (Thombstone) Örneği

“Sendikasyon kredisi sözleşmelerinin oluşumunda tarafların sözleşme yapma iradelerini ortaya koymaları ile birlikte icap ve kabul süreci başlamakta ve oluşum süreci kredi sözleşmesinin imzalanması ile sona ermektedir” (Berker 2002: 26). Bu sürecinin tamamlanması, kredinin miktarı, katılımcı banka sayısı, işlemin

karmaşıklığı gibi birçok değişkene bağlı olarak bir haftadan iki aya kadar sürebilmektedir. Borç talep eden kurumla lider düzenleyici banka(lar) arasında sendikasyon öncesine dayanan bir ilişkinin bulunması, lider düzenleyici bankanın sendikasyon tecrübesi ve katılımcı bankalarla daha önce gerçekleştirdiği sendikasyonlar, kredi tutarının göreceli olarak düşük olması gibi etkenler bu sürecin kısaltılmasında önemli rol oynamaktadır. Lider banka ve borçluya ait özelliklere ek olarak sendikasyonda yer alan katılımcı bankalar da bu süreçte belirleyici rol oynamaktadırlar. “Türk bankalarının sendikasyonlarına katılım gösteren bankalara, diğer katılımcı bankaların kredi tahsisinde etkili olup olmadığı sorulduğunda ise olumlu etkisi olduğu cevabı ağırlıklı olarak alınmıştır” (Çetintaş 2008: 149). Sendikasyon sürecinin uzunluğu borç talep eden kurum tarafından karar verme aşamasında dikkate alınan faktörlerden biridir. Özellikle fon ihtiyacının acil olduğu, borçlanma işleminin hızlı bir şekilde tamamlanmasının gerektiği durumlarda borçlu, alternatifler arasında bu sürecin en kısa sürede tamamlanacağı teklifleri tercih edebilir. Godlewski ve Weill (2008) sendikasyon sürecinin uzunluğunu belirleyen etkenlerin neler olduğunu araştırdıkları çalışmalarında 59 ülkede verilmiş olan 4.800 sendikasyon kredisini incelemişler ve sendikasyondaki düzenleyici banka sayısı, bu bankaların krediye hangi oranda katıldıkları, sahip oldukları itibar ve sendikasyon tecrübesi ve borçlu ile aynı ülkeden olup olmadıklarının sendikasyon sürecinin uzunluğunu belirlemede etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

1.5.3 İmza Sonrası Dönem

İmza sonrası dönemi sendikasyon kredileri açısından önemli kılan dört özellikten bahsedilebilir. Bunlardan ilki, bu dönemin sözleşme ile belirlenen kurallar çerçevesinde kredinin kullanıldığı, geri ödemelerin yapıldığı ve ücretlerin tahsil edildiği dönem olmasıdır. Bu dönemde en büyük iş yükü ve sorumluluk ücretleri tahsil etmek; dönemsel faiz hesaplamalarını yapmak; bankalar ve kredi alan kurum arasında ödeme ve geri ödemelere aracılık etmek; taraflar arasındaki işlemlerin muhasebe ve benzeri kayıtlarını tutarak bunları ilgili taraflara bildirmek; kredinin kullanımına yönelik raporlar hazırlayarak taraflar ile paylaşmak gibi operasyonel işlemleri yerine getirmekle yükümlü olan acente bankaya düşmektedir. İkincisi, sendikasyon kredilerinin uzun vadeli krediler olması nedeni ile vade süresince değişen piyasa koşulları, borçlunun değişen ihtiyaçları ve finansal durumu gibi

sebepler ile bankaların kredi koşullarında değişiklikler yapılması talebi ile karşılaşmalarıdır. Bu durumlarda, acente banka borçlunun taleplerini sendikasyona katılan diğer bankalara ileterek borçlu ile bankalar arasında iletişimi sağlar. Üçüncüsü, borçlunun iflas etmesi ve/veya yükümlülüklerini yerine getirememesidir. Böyle bir durumda sorunun nasıl çözüleceği ve çözüm sürecin nasıl yönetileceği önem kazanmaktadır. Bu süreç bir taraftan borçlunun kim olduğuna diğer taraftan borç verenlerin soruna yaklaşım tarzlarına göre şekillenmektedir. Örneğin iflas eden taraf bir devlet olduğu durumlarda borçların nasıl tahsil edileceği ile ilgili izlenecek adımlar ve çözüme taraf olacak kurum ve kuruluşlar daha net iken borçlunun bir firma ya da banka olduğu durumlarda sorunun nasıl çözüleceği firma ile borç verenler arasındaki ilişkiler ve karşılıklı müzakereler sonucunda belirlenecektir. Borçlunun yükümlülüklerini yerine getiremediği durumlarda genellikle borç verenlerin karşısında iki ihtimal bulunmaktadır. Birincisi, kredi sözleşmesinden doğan haklarını kullanarak kredi vermenin durdurulması ve o zamana kadar yapılan ödemelerin tahsil edilmesi amacı ile hukuki yollara başvurulması, ikincisi ise diğer borç verenler ve borçlu kurum ile mutabık kalarak borcun yeniden yapılandırılması. Borç verenlerin hangi seçeneği tercih edecekleri birçok etkene bağlıdır. Bu etkenler arasında hukuki sürecin uzunluğu, maliyeti, sendikasyona katılan diğer bankaların konuya nasıl yaklaştıkları ve aralarındaki koordinasyon örnek olarak gösterilebilir. Sendikasyona borçluyla geçmiş iş ilişkileri nedeniyle katılan bir ticari banka bu ilişkilerin bozulmaması için borçlunun durumunu kolaylaştıracak düzenlemeleri onaylayabilir ya da borçluyla ilk defa kredi veren ve geleceğe yönelik daha yakın ilişkiler geliştirmek amacıyla gruba katılan bir ticari banka borçluyla yardımcı olma eğilimde olabilir. Diğer taraftan, borçluyla iş ilişkisi içerisinde olmayan, sendikasyona sadece kar etmek amacıyla, işlem odaklı olarak katılan bir yatırım bankası kredi vermeyi durdurup hukuki sürecin yürütülmesini isteyebilir. İmza sonrası dönemi sendikasyon kredileri açısından önemli kılan dördüncü önemli özellik ise sendikasyona katılan bankaların krediyi vade sonuna kadar bilançolarında tutmak yerine ikincil piyasalarda satmak istemesi durumudur. Satış işleminin hangi koşullar altında ve ne tür yöntemler ile gerçekleştirilebileceği kredi sözleşmesi ile düzenlenmektedir.

1.6 Sendikasyon Kredisi Türleri

Sendikasyonun farklı kredi türlerine uygulanabilecek bir teknik olması nedeni ile sendikasyon kredilerinin sınıflandırılmasında genel kabul görmüş bir standart bulunmamaktadır. Bununla birlikte sendikasyon kredilerine yönelik yapılan çalışmalar incelendiğinde farklı kıstasların kullanıldığı sınıflandırmalar yapıldığı görülmektedir. Semkow (1984) sendikasyon kredilerini sözleşmelerin oluşum şeklini esas alarak Doğrudan Kredi Sendikasyonu (Direct Loan Syndication), Katılım Sendikasyonu (Participation Syndicate) ve Karma Sendikasyon (Direct Loan/Participation Syndicate) olarak üç gruba ayırmıştır. Fight (2004) ise daha çok kredilerin yapısal özelliklerini ön plana çıkarmış ve Vadeli Krediler (Term Loan Facilities), Rotatif Krediler (Revolving Facilities), Süresiz Sendikasyonlar (Evergreen Facilities), Asma Kat Finansmanı (Mezzanine Finance), Geri Dönülemez Krediler (Non-recourse Loans) vb. sınıflandırmalar yapmıştır. Dünya sendikasyon piyasalarındaki verileri derleyen Bloomberg ve Thomson Reuters gibi şirketlerin ise sendikasyon kredilerini kullanım amaçlarından yola çıkarak Genel Kurumsal Amaçlar (General Corporate Purposes), İşletme Sermayesi (Working Capital), Proje Finansmanı (Project Finance), Dış Ticaretin Finansmanı (Export/Import Finance), Re-Finansman (Re-Financing), Birleşme ve Satın alma (Mergers and Acquisitions, M&A), Kaldıraçlı Satınalma (Leveraged Buyout) Kredileri vb. sınıflandırmalar yaptıkları görülmektedir. Bu örnekler dışında sendikasyon kredilerini geri ödeme şekillerine ve taşınmış oldukları risk seviyelerine göre de sınıflandırmak mümkündür. Bu bölümde sendikasyon kredileri piyasalarında en çok kullanılan ve literatürde en çok yer verilen kredi türlerine değinilecektir.

1.6.1 Vadeli (Term Loan) ve Rotatif (Revolving Credit Facility) Krediler

Gerçek ödeme şekilleri ve kredi limitleri açısından değerlendirildiklerinde sendikasyon kredilerini vadeli ve rotatif krediler olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Vadeli krediler, geleneksel iki taraflı kredilere oldukça benzer yapıdadır. Borç talep eden kurum için bir maksimum tutar belirlenir ve kurum bu tutarı ister tek seferde isterse taksitler halinde borç alabilir. Borcun geri ödemesini ise yine ister taksitler halinde, isterse vade sonunda tek seferde yapabilir. Bu tür kredilerde birden fazla para cinsi üzerinden borçlanma imkânı bulunabilmektedir. Bu seçenek, borçluya vade süresince önceden belirlenen dönemlerde farklı bir para cinsi

üzerinden borçlanma imkânı tanır. Vadeli sendikasyon kredilerinin en önemli özelliği bir kez borç alındığında alınan miktarın borçlunun kredi limitinden bir daha yükselmek üzere düşmesidir. Bir başka deyişle, borçlu geri ödemelerini taksitler halinde yapmayı tercih ederse ya da erken ödeme yapmaya karar verirse, yaptığı ödemeler borçlunun kalan kredi limitinin yükselmesini sağlamaz.

Rotatif kredilerde de, vadeli kredilerde olduğu gibi borçluya bir kredi limiti belirlenir ve borçlu vade süresince dilediği zaman borç talep edebilir. Rotatif kredileri vadeli kredilerden ayıran en önemli özellik borçlunun dönem içerisinde yaptığı geri ya da erken ödemelerin başta belirlenen maksimum limiti aşmamak şartıyla mevcut kredi limitini yükseltmesidir. Rotatif kredilerin bu özelliği taraflar arasındaki anlaşmaya bağlı olarak kredinin vadesi boyunca geçerli olabileceği gibi sadece belirli dönemler için de geçerli olabilir. Rotatif krediler genellikle firmaların beklenmedik durumlar ile karşılaştıklarında kullanmak üzere yedekte bulundurdukları ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için başvurdukları bir kredi çeşididir. Bu krediler için genellikle teminat olarak firmanın stokları ya da alacakları kullanılır. ABD piyasalarındaki rotatif krediler arasında sıklıkla kullanılanlar 364 gün vadeli olanlardır çünkü kanuni düzenlemelere göre bankalar bir kredinin verilmesinin üzerinden bir yıl geçtikten sonra bu kredinin hem kullanılan hem de kullanılmayan bölümlerini karşılayabilmeleri için sermaye arttırmak zorundadırlar (Yago ve McCarthy 2004).

Vadeli ve rotatif krediler bir borçluya ayrı ayrı verilebileceği gibi ikisi birlikte de kullanılabilir. Bankalar her iki kredi türünde de borçlu tüm borcu kullansa da kullanmasa da vade boyunca sözleşmeyle belirlenen tutarda krediyi sağlamayı garanti ederler. Bu garanti bankalara ekstra bir maliyet getirir ve bankalar katlanmak zorunda oldukları bu maliyet karşısında borçludan kredi limitinin kullanmadığı bölümü için taahhüt ücreti talep ederler.

1.6.2 Kullanıma Hazır Krediler (Standby Facility)

Bu tür kredilerin en önemli özelliği borçlunun krediyi kullanma zorunluluğunun olmamasıdır. Hatta kredi sözleşmesi hazırlanırken borçlunun olağan finansman ihtiyacını başka borçlanma araçları ile karşılaması ancak bu araçlar ile

finansman sağlamada bir zorluk ile karşılaştığında bu krediyi kullanması beklenir. Banka, borçluya böyle durumlarda kullanacağı bir kredi limitini hazır bulundurmaya taahhüt eder. Borçlunun krediyi hangi şartlar altında kullanılabileceği hazırlanan kredi sözleşmesi ile düzenlenir. Kullanıma hazır kredilerin önemli özelliklerinden biri de borçlunun diğer finansman araçlarından kaynaklanan sorumluluklarını yerine getirememesi durumunda alacaklılarına karşı bir teminat sağlamamasıdır. Kullanıma hazır kredilerinin bu özelliği hem bu krediye sahip hem de bono yolu ile finansman sağlayan şirketleri likidite açısından değerlendiren derecelendirme kuruluşları için büyük önem arz etmektedir. Buna rağmen kullanıma hazır kredilerinin bu özelliği borçlanan firmalar için adeta bir likidite garantisi olarak görülmüş ve özellikle 1980’li yıllarda bono yolu ile kısa vadeli finansman sağlayan şirketlerin düşük faiz oranlarından borçlanmalarını sağlamıştır.

1.6.3 Kullanıma Hazır Akreditif (Stand-by Letter of Credit)

“Stand-by kredi mektubu, bir bankanın bir borcun ödenmemesi veya bir yükümlülüğün yerine getirilmemesi durumunda lehdarın talebi üzerine bir miktardaki parayı gayri kabili rücu olarak ödeyeceğini taahhüt eden mektuptur” (Yalvaç 1994: 487). Bir önceki maddede anlatılan kullanıma hazır krediler ile akreditif (letter of credit) özelliklerini birleştiren bu kredide, sendikasyona katılan bankalar borçlunun taahhütlerini yerine getireceğine dair üçüncü taraflara garanti verirler. Bu garanti sayesinde borçlular normal şartlar altında ulaşamayacakları finansman kaynaklarına ulaşabilmektedirler. Teminat akreditifi olarak da adlandırılacak bu krediler genellikle ihracatın finansmanı, kaldıraçlı finansal kiralama işlemleri, proje finansmanı ve diğer yapılandırılmış finansman işlemleri için kullanılmaktadır.

1.6.4 Asma Kat Finansmanı (Mezzanine Finance)

Bu tür sendikasyon kredileri adını asma kat anlamına gelen “mezzanine floor” sözcüğünden almaktadır. Asma katın, zemin kat ile birinci kat arasında bir ara kat olmasından yola çıkılarak bu ad verilmiştir. Bu tür kredileri veren kurumlar borçlunun iflası ve tasfiyesi durumunda alacaklarını tahsil etmede bankalar ve diğer alacaklılardan sonra, sermaye sahiplerinden ise önce gelirler. Normal banka kredilerinin alacak önceliği olduğu için asma kat finansmanı kredileri bankalar

tarafından daha riskli olarak algılanırlar ve tercih edilmezler. Bu özelliklerinden dolayı asma kat finansmanı genelde banka dışı finans kurumları tarafından sağlanan yüksek maliyetli kredilerdir.

1.6.5 Geri Dönülemez Krediler (Non-recourse Loans)

Finansal durumu kuvvetli, itibarı yüksek ve güvenilir firmalara verilen geri dönülemez krediler genellikle proje finansmanı amaçlı olarak kullanılırlar. Proje kapsamındaki varlıklar krediye teminat olarak kullanılırken borçlu firmadan başka teminat ya da garanti sağlaması beklenmez. Tamamı önceden satılmış gayrimenkul projeleri için sağlanan krediler geri dönülemez kredilere örnek olarak gösterilebilir.

1.6.6 Süresiz Sendikasyonlar (Evergreen Facilities)

Süresiz sendikasyonlar özel bir amaçtan ziyade işletme sermayesi ya da genel amaçlı olarak verilen kredilerdir. Süresiz sendikasyonları diğer sendikasyon türlerinden ayıran en önemli özellik borç verenlerin borçluyu yıllık olarak değerlendirmeleridir. Borç verenler bu değerlendirmeler sonucunda krediye devam etme ya da sonlandırma kararı alırlar. Eğer krediyi sonlandırma kararı verilecekse finansman ihtiyacını düzenleyebilmesi için bu karar borçluya genellikle bir ya da iki yıl önceden haber verilir. Borçlunun iflas etmesi durumunda ise borç verenler böyle bir süre gerekmezsin krediyi sonlandırıp sözleşmeden doğan haklarını kullanma yoluna gidebilirler.

1.6.7 Karma İşlemler (Hybrid Transactions)

Sendikasyon kredilerinin önemli özelliklerinden biri de değişken faizli olmalarıdır. Kredinin faiz oranı, referans olarak alınan LIBOR ya da EURIBOR gibi değişken bir faiz oranının üzere sabit bir oran eklenerek belirlenmektedir. Referans alınan faiz oranında kredi vadesi süresince görülen değişimler sendikasyon kredisinin maliyetini de değiştirmektedir. Örneğin LIBOR+%1 faiz oranı ile alınan bir sendikasyon kredisinin vadesi içerisinde LIBOR oranında yaşanan %0,5'lik bir artış kredi maliyetinin de %0,5 oranında artmasına neden olmaktadır. Sendikasyon kredilerinin bu yapısı borçlunun vade süresince faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmasına sebep olmaktadır. Sendikasyon kredisi kullanan kurumların bu riski yönetmekte kullandıkları araçlardan bazıları da faiz oranı takası (interest rate swap),

para takası (currency swap), opsiyon (option) gibi türev ürünler (derivative instruments) olarak adlandırılan finansal ürünlerdir. Sendikasyon kredisi alan bir kurumun maruz kaldığı faiz oranı riskinden korunabilmek için bu kredi ile birlikte türev ürünler kullanmasına karma işlemler denmektedir.

1.6.8 Kulüp Kredisi (Club Loan)

Bu yöntem sendikasyon kredilerinin getirdiği en önemli yeniliklerden biri olan çok taraflı kredilendirmeden ziyade banka ve firma arasındaki ikili ilişkiler ile gerçekleştirilen geleneksel iki taraflı kredilendirme işlemine daha yakın bir uygulamadır. Sendikasyon kredilerinin ilk ortaya çıktığı dönemlere ait olan kulüp kredileri günümüz sendikasyon kredilerinin karmaşık yapıları ile karşılaştırıldığında çok daha ilkel bir uygulamadır. Genellikle finansman ihtiyacı olan bir kurumun göreceli olarak daha küçük miktarlı bir kredi için (25 Milyon-150 Milyon USD) için daha önceden tanıdığı ve iş yaptığı bankaları kesin bir hiyerarşik ya da organize yapı oluşturmadan bir araya getirmesi ve finansman ihtiyacını bu banka grubundan karşılamasıdır. Genel olarak bu tip krediler en iyi gayret aracılığı ile yapılır ve günümüz uygulamalarından farklı olarak tüm katılımcılar için geçerli olan ortak bir kredi sözleşmesi içermez ve kredi alan kurum acente banka tarafından yürütülen idari ve operasyonel işlemleri kendisi yapar. Borç talep eden tarafın bankalara karşı elinin daha kuvvetli olduğu yapılar olarak bilinen kulüp kredilerinde genellikle sendikasyona katılan bankalar arasında rekabet olmazken, bankalar ortak bir fiyat teklifinde (joint bid) bulunurlar ve alınan ücretler katılımcı bankalar arasında eşit olarak paylaşılır. Her ne kadar sendikasyon kredilerinin ilk ortaya çıktığı dönemlere ait bir uygulama olsa da kulüp kredisi tarzı sendikasyon kredileri günümüzde kullanılmaya devam etmektedir.

1.6.9 Yatırım Yapılabilir (Investment Grade) ve Kaldıraçlı (Leveraged)

Krediler

Borç alan şirketin taşıdığı risk temel alınarak yapılan ayırma göre sendikasyon kredileri genel olarak yatırım yapılabilir (investment-grade) ve kaldıraçlı (leveraged) olarak ikiye ayrılırlar. Finansal durumu iyi olan, kredi derecelendirmesi yüksek, düşük riskli şirketlere verilen krediler yatırım yapılabilir olarak adlandırılırken finansal durumu göreceli olarak daha kötü olan, kredi

derecelendirmesi düşük, yüksek riskli şirketlere verilen krediler ise kaldıraçlı olarak nitelendirilir. Bir kredinin kaldıraçlı (leveraged) olarak sınıflandırılmasında kullanılan kriterler sendikasyon kredileri piyasalarına veri sağlayan şirketler arasında farklılık göstermektedir. “Örneğin DealScan, kredi notu BB+ ya da daha düşük olan ve hiç kredi derecelendirmesi olmayan kredileri; Bloomberg faiz oranı LIBOR+250 bps. ve üzeri, Standard & Poor’s (S&P) LIBOR+125 bps. ve üzeri, Thomson Financial ise açılış tarihi 30 Haziran 2002 öncesi olan krediler için LIBOR+150 bps, 2 Temmuz 2002 sonrası olanlar için ise LIBOR+175 bps ve üzeri olan kredileri bu grupta değerlendirmektedir” (Lim, Minton ve Weisbach 2014: 46). İki grup kredi arasında birçok fark vardır, örneğin yatırım yapılabilir grubundaki şirketler için faiz oranı ve ücretler daha düşük iken kaldıraçlı grupta olan şirketler daha yüksek faiz oranları ve ücretler ödemek durumundadırlar. Bunun doğal sonucu olarak kaldıraçlı krediler gerek birincil gerekse ikincil piyasalarda bankalar için daha riskli ancak daha karlı krediler olarak yüksek talep görmektedirler.

Yatırım yapılabilir krediler daha çok ticari bankalar tarafından tercih edilmektedir. Genelde bankaların özelde ise ticari bankaların sendikasyon kredilerinde daha az getiriye kabul etmelerinin sebebi bu krediler ile birlikte geliştirdikleri iş ilişkileri ve bu ilişkiler sayesinde gelecekte kazanmayı umdukları yeni iş imkânlarıdır. Kaldıraçlı krediler ise daha yüksek risk taşımalarına rağmen yatırım yapılabilir derecesindeki kredilere göre daha yüksek getiri sağladıkları için banka dışı kurumsal yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir çünkü bu kurumların amacı geleceğe yönelik ilişkiler kurmak değil alternatif bir yatırım aracı olarak gördükleri sendikasyon kredilerinden yüksek gelir elde etmektir. Nandy ve Shao (2008) çalışmalarında 1995-2006 yılları arasında banka olmayan finansal kurumların dâhil oldukları kurumsal sendikasyon kredilerinin %86,1’inin kaldıraçlı kredilerden oluştuğunu belirtirlerken, Lim, Minton ve Weisbach (2014) kullandıkları DealScan veri setinde bu oranın %90 civarında olduğunu belirtmişlerdir.

1.6.10 Geri Ödeme Şekillerine Göre Sendikasyon Kredileri

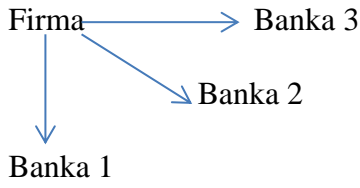
Sendikasyon kredilerini geri ödeme şekillerine göre dört sınıfa ayırmak mümkündür. Bunlardan ilki amortismanlı kredilerdir (amortised loans). Tüketici kredilerinde olduğu gibi genellikle her ay ya da kredi sözleşmesinde belirlenen

dönemlerde aynı tutarda geri ödemenin taksitler halinde yapıldığı, son taksit ödendiğinde borç ödemesinin tamamlandığı kredilerdir. Tek ödemeli kredilerde (bullet loans) ise borçlu vade süresince hiçbir ödeme yapmaz ancak vade sonunda tek bir ödeme ile borcun tamamını kapatır. Balon ödemeli krediler (ballon loans) ise amortismanlı krediler ile tek ödemeli kredilerin karışımı bir kredi türüdür denebilir. Borçlu vade süresince belirlenen dönemlerde küçük tutarlı taksit ödemeleri yaparken, vade sonunda taksitler ile karşılaştırıldığında çok daha yüksek tutarlı bir ödeme ile borcunu kapatır. Yukarıda bahsedilen kredilerin ortak özelliği geri ödemelerin nakit olarak yapılmasıdır. Bunlara ek olarak borçlunun kredi geri ödemesini nakit yerine şirket bonosu ya da tahvili ile yapmasına imkân veren sendikasyon kredileri de düzenlenebilmektedir.

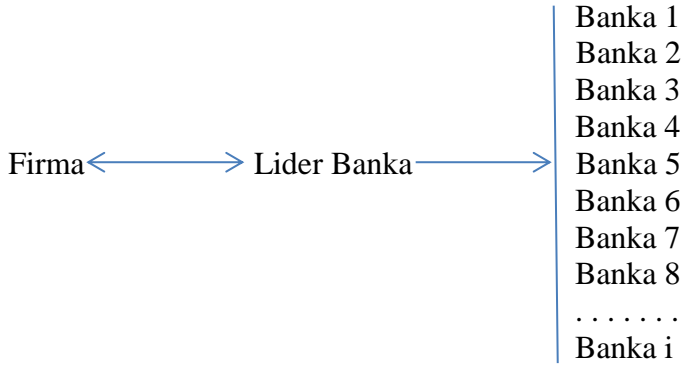
1.7 Karma Ürün

“Ticari ve yatırım bankaları dünyalarının karma (hybrid) bir ürünü olan sendikasyon kredi piyasası küresel anlamda en geniş ve esnek finansman kaynaklarından biridir” (Armstrong 2003: 1). Sendikasyon kredileri yapısal özellikleri nedeni ile bankalar tarafından verilen iki taraflı krediler ile bono ve tahvil yolu ile sermaye piyasalarından sağlanan finansman arasında üçüncü bir alternatif sunmaktadır. Hiç kuşku yok ki finansman ihtiyacı olan bir kurumun bir ticari bankadan kredi alabilmesi o banka ile arasında geliştirdiği karşılıklı ilişkiye bağlıdır. Dennis ve Mullineaux (2000)’in özel borçlanma (private debt), Boot ve Thakor (2000)’in ilişki odaklı (relationship oriented) kredilendirme, Armstrong (2003)’ün iki taraflı (bilateral) kredilendirme olarak adlandırdıkları bu işlemde kredi sözleşmesi kurum ile banka arasında yapılır. Sendikasyon kredileri pazarının gelişmesi ile ortaya çıkan, Dennis ve Mullineaux (2000)’in kamusal borçlanma (public debt), Boot ve Thakor (2000)’in işlem odaklı (transaction oriented) kredilendirme, Armstrong (2003)’ün çok taraflı (multilateral) kredilendirme olarak adlandırdıkları yeni yapıda ise kredilendirme birden fazla taraf arasında işlem odaklı olarak gerçekleştirilir. Şekil 1.2 iki taraflı kredilendirme ile çok taraflı kredilendirme arasındaki farkı göstermektedir.

A. Geleneksel İki Taraflı Kredilendirme (The Old Bilateral World)



B. Yeni Çok Taraflı Kredilendirme (The New Multilateral World)



Kaynak: Armstrong (2003)

Şekil 1.2 İki Taraflı ve Çok Taraflı Kredilendirme

Bu yeni işleyiş tarzı ile sendikasyon kredileri piyasası bono, tahvil ve pay senetlerinin işlem gördüğü sermaye piyasalarının özelliklerini de taşımaktadır. Hem geleneksel kredi piyasası özelliklerini hem de modern sermaye piyasası işlemlerinin özelliklerini taşımalarından dolayı sendikasyon kredileri karma ürünler olarak değerlendirilmekte ve sadece bankalara değil tüm finansal kuruluşlara sahip oldukları portföyleri çeşitlendirme (diversification) fırsatı vererek yöneticilerin etkin bir risk yönetimi yapabilmelerini sağlamaktadır. Global sendikasyon kredileri piyasası, daha karışık ve geleneksel kurumsal tahvil piyasalarından ayırt edilmekte zorlanılan bir piyasa hale gelmekte ve yatırımcılar sendikasyon kredilerini portföylerinde tahvillere hem alternatif hem de tamamlayıcı olarak yer vermeyi tercih etmektedirler (Altman ve Suggitt 2000). Tablo 1.2 bu üç ürünün özelliklerini karşılaştırmalı olarak sunmaktadır.

Tablo 1.2 İki Taraflı Krediler, Sendikasyon Kredileri ve Tahvillerin Karşılaştırmalı Özellikleri

	İki Taraflı Krediler (Bilateral Loans)	Sendikasyon Kredileri (Syndicated Loans)	Tahvil (Bond Markets)
Kredi Büyüklüğü (Loan Size)	En Düşük	Daha Büyük	Sendikasyon kredilerine benzer
Kamuyu Bilgilendirme Derecesi (Public Information Disclosure)	En Düşük	Orta	En Yüksek
Belirleyici Faktör (Driving Factor)	İkili İlişki	İkili İlişki veya İşlem Bazlı	İşlem Bazlı
Sözleşme Şartları (Covenants)	Kapsamlı ve Sıklıkla tekrar müzakere edilen	Kapsamlı ve Daha az tekrar müzakere edilen	Daha Az Sayıda, Kapsamı Dar, Nadir tekrar müzakere edilen
Faiz Oranı (Borrowing Rate)	Değişken	Değişken	Sabit
Finansman (Funding)	Rotatif Kredi veya Vadeli Kredi	Rotatif Kredi veya Vadeli Kredi	Vadeli Finansman Yükümlülüğü

Kaynak: Armstrong (2003)

1.8 Kullanım Amaçları

Sendikasyon kredileri ilk ortaya çıktığı dönemlerde genellikle gelişmekte olan ülkelerin finansmanı amacı ile kullanılmış ve borçlular bu ülkelerin hazine ve diğer devlet kurumları olmuştur. 1980’li yılların sonlarında ise sendikasyon kredilerinin müşteri yapısı değişmiş ve kullanılan kredilerin büyük bir kısmı bir firmanın başka bir firmayı satın alırken başvurduğu kaldıraçlı satın alma (Leveraged Buy Out) işlemlerinin finansmanında kullanılmıştır. 1990 yılların ortasından itibaren ise sendikasyon kredilerinden elde edilen fonlar firmalar tarafından daha çok borç geri ödemelerinde kullanılmaya başlanırken, 2000’li yıllara gelindiğinde sendikasyon kredileri firmaların genel ihtiyaçlarının karşılanması, işletme sermayelerinin desteklenmesi, proje finansmanı ve dış ticaretin finansmanı gibi amaçlarla talep edilir olmuştur.

2014 yılında ABD’de verilen sendikasyon kredilerinin kullanım amacına göre dağılımına bakıldığında en çok genel kurumsal amaçlar (%42), şirket satınalma finansmanı (%16) ve yeniden finansman (%16) amaçları için tercih edildikleri görülmektedir. Benzer şekilde EMEA piyasasında verilen sendikasyon kredilerinin %35’i genel kurumsal amaçlar, %22’si yeniden finansman ve %13’ü şirket satınalmaları amacıyla kullanılmıştır (Thomson Reuters, 2014). Türkiye’de ise 2003-

2012 yılları arasında bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin %88'inin dış ticaretin finansmanı amacıyla talep edildiği görülmektedir.

Sendikasyon kredilerinin hangi sektörler tarafından yoğunlukla kullanıldığı küresel ekonomik koşullar, sektörel gelişmeler ve bölgeler arası farklılıklara göre yıldan yıla değişmektedir. 2014 yılı içerisinde küresel piyasalarda verilen toplam kredi tutarının %19'u enerji sektörü tarafından kullanılırken enerji, endüstri ve finans sektörlerinin toplamı %47 olmuştur. ABD'de kullanılan kredilerde sıralama enerji %21, finans %12, endüstri %11 şeklinde olurken, EMEA piyasasında endüstri %19, enerji %17, finans %11 olarak gerçekleşmiştir (Thomson Reuters, 2014).

Ülkemizde 2000'li yılların başından itibaren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin büyük çoğunluğunun dış ticaretin finansmanı amacı ile alındığı görülmektedir. Bu dönemde Türkiye'nin dış ticaret hacminin hızla artması reel sektörün finansman ihtiyacını da artırmıştır. Bankalar uluslararası piyasalardan sendikasyon kredileri yolu ile elde ettikleri kaynakları müşterilerine kullanarak ihracatın finansmanına yönelik yeni fonları ülke ekonomisine kazandırmışlardır. Sendikasyon kredileri özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin makeoekonomik yapıları üzerinde de doğrudan etki etmektedir. Yabancı para cinsinden alınan krediler olmaları nedeniyle ülkelere yüksek tutarlarda döviz girişi sağlamakta ve bu yolla döviz kurları üzerinde etkili olabilmektedirler. Alınan sendikasyon kredilerinin kullanım amacına bağlı olarak ticari krediler yoluyla iç talebi canlandırmakta, dış ticaretin gelişimini desteklemekte, büyük ölçekli altyapı projelerinin hayata geçirilmesini sağlamakta ve ülkelerin uluslararası finans piyasaları ile bütünleşmesini sağlayarak finansmana erişimi kolaylaştırmaktadır.

1.9 Sendikasyon Kredilerinin Sağladığı Avantajlar

1.9.1 Borç Verene Sağladığı Avantajlar

Sendikasyon kredilerinin borç veren bankalar için sağladığı avantajlardan biri yasal engeller, kapasite yetersizliği gibi nedenler ile bir bankanın tek başına karşılamasının mümkün olamayacağı büyüklükteki bir kredi talebini birden fazla bankanın bir araya gelerek karşılayabiliyor olmasıdır. Bu özellikle orta ve küçük

ölçekli bankalar için daha önemli bir avantajdır çünkü bu sayede yeni iş fırsatlarını kaçırmamakta ve bilançolarını büyütme imkânı bulmaktadırlar.

Sendikasyon kredileri bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi amacı ile getirilen ve bankaların uymak zorunda oldukları minimum öz kaynaklar / toplam varlıklar oranı, tek bir kuruma verilecek toplam borcun öz kaynakların belirli bir oranını geçmemesi gibi yasal zorunlulukların yerine getirilmesinde etkili bir finansal araç olarak kullanılmaktadır. Bankaların sendikasyon kredilerine katılmalarındaki sebeplerden biri de minimum öz kaynaklar / toplam varlıklar ve toplam krediler/ öz sermaye oranları gibi zorunlu sermaye düzenlemelerinin gerekliliklerini yerine getirmektir (Simons 1993). Yerine getirmeleri gereken sermaye zorunlulukları bulunan bankalar sendikasyon kredilerine katılmayı daha çok tercih etmektedirler (Dennis ve Mullineaux 2000). 1992 yılında uygulanmaya başlanan Basel I ticari bankaları sahip oldukları bazı kredileri bilanço dışına taşıma zorunluluğuna itmiş ve sonuç olarak ikinci el piyasaların gelişmesinde önemli bir etki yapmıştır. Bu gelişme ile tahvil ihracı konularında daha tecrübeli olan yatırım bankalarının ikincil piyasalara olan ilgisi ve katılımı artmıştır (Nigro, Jones ve Aydoğdu 2010).

Bankalar elde ettikleri faiz gelirine ilave olarak sendikasyon grubu içerisinde aldıkları görevlere göre borçludan düzenleme, yüklenicilik, katılım, erken ödeme, acentelik ücreti gibi farklı ücretler almaktadırlar. Bu tür ücretler bankalar için elde ettikleri faiz gelirlerinin yanında yeni bir gelir imkânı yaratmakta ve bankaların karlıklarını arttırmalarına yardımcı olmaktadır. 2014 yılında küresel piyasalardaki sendikasyon kredileri işlemlerinden elde edilen ücretler toplamı bir önceki yıla göre %1,4 azalarak 19,7 Milyar ABD Doları olmuştur. Bu gelirin %7,6'sı (1,5 Milyar ABD Doları) Bank of America Merrill Lynch, %6,5'i (1,3 Milyar ABD Doları) JP Morgan ve %3,8'i (0,75 Milyar ABD Doları) Citi tarafından elde edilmiştir (Thomson Reuters, 2014).

Sendikasyon kredilerinin düzenleyici ve katılımcı bankalar için bir başka avantajı da ikili ilişkiler sonucu verilen kredilere kıyasla daha düşük maliyetli olmalarıdır. Sendikasyon kredilerinde normal krediler için her bir banka tarafından

ayrı ayrı tekrar edilen birçok işlem sadece bir kez yapılır ve ortaya çıkan toplam kredi verme maliyeti hem daha düşük olur hem de birden fazla katılımcı tarafından paylaşılır. Sendikasyon kredilerinin özellikle katılımcı bankalar için düşürdüğü maliyetlerden biri de pazarlama ve satış giderleridir. Bir bankanın temel görevlerinden biri de ticari ya da ticari olmayan krediler satarak gelir yaratmaktır ve bunu gerçekleştirebilmesi için pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunması gerekmektedir. Sendikasyon kredilerinde ise düzenleyici banka katılımcı bankaların kapısını çalmakta ve onları sendikasyon grubuna katılmaları için ikna etmeye çalışmaktadır. Dolayısı ile katılımcı bankaların kredi satabilmek için bahsedilen giderleri yapmasına gerek kalmamakta adeta müşteri ayaklarına gelmektedir.

Sendikasyon grubuna dâhil olmak küçük katılımcı bankalara da önemli avantajlar sunmaktadır. Bu avantajların başında sınırlı imkânlarla sahip olan bu tür bankaların ekstra bir maliyete katlanmadan yeni sektör ve bölgelere ulaşabilmeleridir. Örneğin bir küçük banka katıldığı sendikasyon kredisi ile hiç şubesinin olmadığı bir bölgede faaliyet gösteren bir firmaya kredi verebilir ya da daha önce hiç kredi vermediği bir sektöre girerek riskini dağıtma fırsatı bulabilir. Üstelik bunları yaparken gerekli şubeleşme, uzmanlık, kredilerin izleme ve değerlendirilmesi gibi maliyetleri tekrar yüklenmek zorunda kalmaz çünkü bu maliyetler sendikasyona katılan bankalar tarafından paylaşılmaktadır. Bu özellikleri ile sendikasyon kredileri küçük bankalara normal şartlarda tek başlarına ulaşamayacakları bölge, sektör ve firmalara ulaşarak risklerini dağıtma, bilançolarını çeşitlendirerek büyütme ve bu firmalar ile geleceği yönelik iş ilişkileri geliştirme imkânları sunmaktadırlar.

Sendikasyon kredilerinin bankalara sağladığı en önemli avantajlardan biri hiç şüphe yok ki riskin transferidir. Bu yöntem ile bir banka tek bir kuruma yüksek miktarda kredi vermenin getireceği riski birden fazla banka ile paylaşabilmekte ve maruz kalacağı riski diğer bankalara transfer ederek etkin bir risk yönetimi gerçekleştirebilmektedir. Gerek sendikasyona katılan bankaların gerekse bu kredileri ikincil piyasada satın alan kurumsal yatırımcıların farklı coğrafyalarda ve sektörlerde faaliyet gösteren, farklı büyüklükte ve yapıdaki kurumlar olması nedeni ile ortaya çıkan kredi riski verimli bir şekilde dağıtılabilmektedir.

Sendikasyon kredilerinin parçalar halinde ikinci el piyasasında satılabilirliği olması da gerek banka gerekse banka dışı finansal kurum yöneticilerine sahip oldukları kredi portföyünün getirisini ve riskini yönetmede önemli bir fırsat sunmaktadır. Örneğin portföy riskini azaltmak isteyen bir yönetici riskli gördüğü kredilerin tamamını ya da bir kısmını risk almak isteyen bir başka bankaya satarak portföy riskini düşürebilir. Sendikasyon kredilerinin bu özellikleri sadece bankaların değil yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi banka dışı finansal kurumların da bu piyasaya girmelerini sağlamış ve sendikasyon kredileri piyasası bu sayede hızlı bir gelişim göstermiştir. Özellikle kaldıraçlı sendikasyon kredilerinin benzer risk yapısındaki yatırım araçlarına göre daha sağlam teminatlarının olması ve borçlunun tasfiyesi halinde diğer kredilere göre alacak önceliği sağlamaları gibi sebepler ile kurumsal yatırımcılar bir risk yönetim aracı olarak kaldıraçlı sendikasyon kredilerine portföylerinde daha çok yer vermeye başlamışlardır. Sendikasyon kredilerinin diğer yatırım araçları ile karşılaştırıldığında daha az risk taşımaları; değişen faiz oranları nedeni ile faiz riskine karşı doğal korunma (natural hedge) sağlamaları; borçlunun iflası durumunda tahvil ve güvencesiz tahvillere (debenture) göre alacak önceliklerinin olması sebepleri ile kurumsal yatırımcılar tarafından alternatif bir varlık sınıfı olarak tercih edilmektedirler (Madan, Sobhani ve Horowitz 1999). Nandy ve Shao (2008)'e göre ise kurumsal yatırımcılar sendikasyon kredisi piyasasına sağlamış olduğu karlı getiri (lucrative return) nedeniyle katılmaktadırlar.

1.9.2 Borç Alana Sağladığı Avantajlar

Sendikasyon kredileri finansman ihtiyacı olan kurumlar için de birçok avantaj sunmaktadır. Bu avantajlardan biri sendikasyon kredilerinin normal ticari kredilere göre çok daha yüksek miktarda olmalarıdır. Sendikasyon kredileri sayesinde bir firma normalde birden fazla kaynaktan sağlamak zorunda kalacağı finansmanı tek bir kaynaktan sağlayabilmektedir. Bu sayede hem daha düşük faizli borçlanabilmekte hem de daha az ücret ödeyerek borçlanma maliyetini düşürebilmektedir.

Bir diğer avantajı ise borç talep edenin birden fazla kaynak ile birbirinden farklı şart ve vadelerde karşılıklı sözleşmeler yapmak yerine tüm katılımcıları

bağlayan, hepsi için geçerli, aynı şartlar ve vadede tek bir sözleşme ile daha kolay ve hızlı bir şekilde finansman ihtiyacını karşılayabilmesidir.

Sendikasyon kredileri tutar, vade, para cinsi, teminatlar, taksit ödeme dönemleri, kredinin satılabilmesi, erken ödeme opsiyonu gibi birçok konuda borç talep eden kurumun ihtiyaçlarına özel olarak düzenlenebildiği için diğer finansman kaynaklarına göre çok daha esnektir.

Sendikasyon kredilerin bir başka avantajı ise kamuyu bilgilendirme konusundaki gerekliliklerin ve bu gerekliliklerin getirdiği hem operasyonel hem de maddi yükün tahvil ve bonolara göre çok daha az olması ve kredinin sendikasyon grubu ile kredi talep eden arasında özel bir işlem olarak gerçekleşmesidir. Bu sayede sendikasyon kredileri tahvil borçlanmalarına kıyasla çok daha hızlı sonuçlandırabilinen, daha az prosedür içeren ve operasyonel maliyetleri düşük finansman olanakları olarak öne çıkmaktadırlar.

Sendikasyon grubu lider banka tarafından düzenlendiği için borçlunun sendikasyona katılan tüm bankaları tanıyor olması mümkün olmayabilir. “Sendikasyon yoluyla borçlu, kendisini tanımayan ve bu nedenle sendikasyon kredisindeki kadar düşük maliyete kredi vermeyecek bankalardan oluşan geniş bir bankalar topluluğuna ulaşır” (Parasız ve Yıldırım 1994: 378). Bu sayede borçlu yeni tanıştığı bankalar ile gelecekte fayda sağlayabileceği ikili iş ilişkilerinin temellerini atma imkânı bulmuş olur. Sendikasyon kredilerine yabancı ülkelerde faaliyet gösteren bankaların da katılıyor olması borçluya normal şartlarda ulaşamayacağı yabancı bankalar ile iş ilişkileri geliştirme ve uluslararası finansal piyasalara girme fırsatı da sunmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye birikimi geri kalmış ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla çok daha fazladır ve gelişmiş ülkelerdeki bankacılık sistemi diğer ülkelere göre çok daha gelişmiştir. Sendikasyon kredilerinin borçlulara sağladığı bir başka avantaj ise yurtdışı kaynaklardan finansman sağlama imkânıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren kurumlar sendikasyon kredileri sayesinde ihtiyaçları olan finansmanı sadece kendi ülkelerindeki kaynaklara bağlı kalmak yerine yurtdışı kaynaklardan da çok daha avantajlı şartlar ile elde edebilmektedirler.

Sendikasyon kredileri gelişmekte olan ÷lkelerdeki kurumlar için aynı zamanda bir itibar kaynağı olarak da değerlendirilmektedir. Alınan sendikasyon kredisi, uluslararası bir banka grubunun borç alan firma ya da bankayı her yönden incelediği, kendisine güvenerek yüksek tutardaki bir miktarı borç olarak vermeye değer bulduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

1.10 Tarihsel Gelişim

1.10.1 Avrupa ve ABD’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi

Sendikasyon kredilerinin kökeni bir borçlanma türü ve kredi tekniği olarak oldukça eski zamanlara kadar uzanmaktadır. Ancak bugünkü yapısına benzer bir şekilde kullanılmaya başlanmasında ve yeni bir bankacılık ürünü olarak sendikasyon kredileri piyasalarının oluşmaya başlamasında 1960’lı yılların sonu ile 1970’li yılların başında Londra merkezli Euro-dolar bankacılığındaki gelişmelerin ve Euro-dolar cinsi borçlanma araçlarının yaygın olarak kullanılmaya başlanmasının önemli katkıları olduğu kabul edilmektedir. Rhodes (1993)’e göre 1964, 1965 ve 1968 yıllarında ABD’nin ödemeler dengesini düzenlemek amacı ile hazırlanan programlar ve kanuni düzenlemeler ABD sınırları dışında, otoritelerin kontrol ve denetiminden uzak yeni bir Euro-dolar piyasasının oluşmasını teşvik ederek sendikasyon kredilerinin gelişimde önemli katkıları olmuştur. Bu dönemde daha çok büyük ticari bankalar tarafından geri kalmış ve gelişmekte olan ÷lkelere ve bu ÷lkelerdeki devlet kurumlarına sağlanan krediler ile başlayan sendikasyon kredileri piyasası daha sonraki yıllarda ABD’de faaliyet gösteren kurumsal firmaların piyasalara olan ilgisinin ve kredi taleplerinin artması ile farklı bir borçlu yapısına kavuşmuştur. Bu süreç içerisinde ABD içinde de New York merkezli yeni bir sendikasyon kredi piyasası oluşmaya başlamış ve bu piyasa ABD doları cinsinden yapılan işlemlerde ön plana çıkmaya başlamıştır.

Londra merkezli sendikasyon kredileri piyasasının gelişiminde etkisi olan bir başka önemli olay ise 1973 yılında ortaya çıkan petrol krizi olmuştur. Petrol fiyatlarındaki hızlı yükseliş ile birlikte özellikle körfez ÷lkelerinin petrol ihracatından elde ettiği dolarları (Petro-dolar) ABD yerine Avrupa’daki bankalarda tutmaları bu bankalarda önemli miktarda Euro-dolar adı verilen stokun oluşmasına yol açmıştır.

ABD'deki bankaların tersine bu bankalardaki dolar hesapları için munzam karşılık zorunluluğun olmaması ABD'li bankalara sonsuz para yaratma fırsatı doğurmuştur. Bu fırsatın farkına varan ABD bankaları başta Londra olmak üzere Avrupa'nın önde gelen merkezlerinde şubeler açmaya ve elde ettikleri Euro-dolarları başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelere sendikasyon kredileri yolu ile borç olarak vermeye başlamışlardır. ABD bankaları bu yolla ikinci dünya savaşı sonrasında oldukça etkili olarak yürütülen ancak 1973 petrol krizi ve Vietnam savaşının getirdiği finansman yükü nedeni ile etkisi azalan Marshall Yardımları'nın yerini almaya başlamışlardır.

Tüm bu gelişmelerin sonucu olarak 1970'li yılların başlarında sendikasyon kredilerinin kaynağı petrol fiyatlarındaki artıştan yüksek kazanç sağlayan petrol üreticileri olurken müşterileri ise genelde petrol ithalatçısı konumunda olan ve artan petrol fiyatları ile yüksek bütçe açıkları vererek daha fazla borçlanmak zorunda kalan Brezilya, Şili ve Arjantin gibi Latin Amerika ülkeleri ile Yugoslavya, Polonya ve Macaristan gibi Sovyet Bloğu ülkeleri olmuştur. Bu ülkeler dışında bir de 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 (Rhodes 1993).

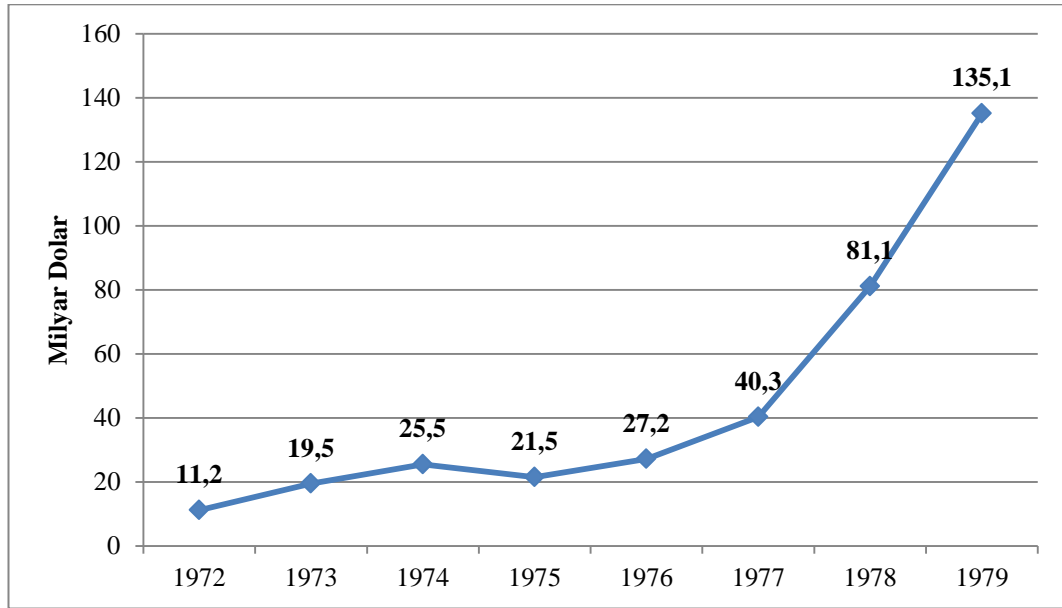
Sendikasyon piyasalarının hacmi konusunda özellikle piyasaların yeni oluşmaya başladığı ilk yıllara ait çok kesin bilgiler olmasa da 1968 yılında toplam sendikasyon kredisi hacminin 2 milyar ABD doları civarında olduğunu tahmin edilmektedir. Bu yıllardaki sendikasyon kredileri işlemlerinin toplam hacmi ile ilgili olarak yapılan ilk ciddi çalışma 1972 yılında Eurostudy tarafından yayınlanmaya başlayan verilerdir. Bu verilere göre 1972 yılında sendikasyon kredilerinin hacmi 11 milyar ABD Dolarını aşarken, işlem adedi 166, ortalama işlem hacmi 38,6 Milyon ABD Doları, ortalama vade ise 6.67 yıl olmuştur (McDonald 1982). Tablo 1.3 1972-1979 yılları arasında sendikasyon kredileri piyasasında oluşan ortalama işlem hacmi ve vadelerin yıllara göre değişimini sunmaktadır.

Tablo 1.3 Sendikasyon Kredileri Ortalama İşlem Hacmi ve Vadesi, 1972-1979

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Ortalama İşlem Hacmi (Milyon Dolar)	38,6	67,5	78,5	58,7	83,0	74,4	94,0	100,0
Ortalama Vade (Yıl)	6,7	8,6	8,2	6,4	5,5	6,3	7,3	8,3

Kaynak: McDonald (1982)

1970'li yıllar 1975 yılında yaşanan düşüş haricinde sendikasyon kredileri piyasalarının istikrarlı bir şekilde büyüdüğü, işlem sayılarının ve toplam işlem hacimlerinin sürekli arttığı bir dönem olmuştur. 1979 yılı itibarı ile toplam işlem hacmi 135,1 Milyar ABD Dolarına ulaşmış, ortalama işlem hacmi 100 milyon ABD Doları, ortalama vade ise 8,3 yıl olmuştur (McDonald 1982). Şekil 1.3 1972-1979 yılları arasında sendikasyon kredileri piyasası hacmindeki değişimi göstermektedir.



Kaynak: McDonald (1982)

Şekil 1.3 Sendikasyon Kredileri Hacmi, 1972-1979

Piyasa oyuncuları olarak bakıldığında bu dönemin önemli gelişmelerinden biri borçlular tarafında devlet ve devlete bağlı kurumların sendikasyon kredilerine gösterdiği yoğun ilgi olmuştur. Örneğin, 1979 yılı itibarı ile ilk elli sıradaki borçlunun sadece iki tanesi özel sektör kurumudur. Coğrafi olarak ise Latin Amerika ülkelerinin piyasalarda oldukça aktif olarak yer aldıkları bu dönemde özellikle

Brezilya ve Meksika borçluları piyasaların gelişmesinde önemli etkileri olan iki ülke olmuşturlardır. 1979 yılı itibarı ile ilk on borçlu sıralamasında beş Latin Amerika ülkesi yer almıştır (McDonald 1982).

Borç verenler tarafında ise 1970’li yıllar piyasaların coğrafi olarak da genişlediği ve yaygınlaştığı, ABD ve İngiltere bankalarının egemenliklerinin azaldığı ve farklı ülkelere birçok bankanın ön plana çıkmaya başladığı bir dönem olmuştur. Eurostudy verilerine göre 1979 yılı itibarıyla en çok sendikasyon kredisi veren ilk on banka arasında beş Amerikan bankasıyla birlikte Japonya, Almanya, Fransa, İngiltere, Kanada’dan da birer banka bulunmaktaydı. Buna rağmen borç verenler açısından bu dönemin en önemli özelliği Amerika merkezli ticari bankaların piyasalardaki ağırlığı olmuştur (McDonald 1982). Tablo 1.4 1979-1982 yılları arasında sendikasyon kredileri piyasasında en yüksek işlem hacmine sahip ilk on bankayı ve gerçekleştirdikleri toplam işlem hacimlerini göstermektedir.

Tablo 1.4 1979-1982 İşlem Hacimleri Sıralaması

Banka	İşlem Hacmi (Milyar Dolar)
Chase Manhattan	7,7
Citicorp	7,5
Bank of America	5,1
Morgan Guaranty	4,1
Bank of Tokyo	3,4
Manufacturers Hanover	2,9
National Westminster	2,5
Bank of Montreal	2,4
Lloyds Bank	2,2
Bankers Trust	1,9

Kaynak: McDonalds (1982)

1980’li yıllara değişen ekonomik koşullar sebebi ile azalan bir işlem hacmi ile başlayan sendikasyon kredileri piyasasında 1981 yılında önemli bir değişiklik gözlenmiştir. ABD şirketlerinin piyasalara hızlı bir dönüş yapması ve aktif bir şekilde kredi talebinde bulunmaları 1981 yılında 178 Milyar Dolarlık rekor bir işlem hacmi yakalanmasını sağlamıştır. 1981 yılında ilk 20 borçlu tarafından gerçekleştirilen toplam işlem hacminin %75,3’ü özel sektör firmaları tarafından gerçekleştirilirken bölge olarak Kuzey ve Güney Amerika’nın bu hacim içerisindeki

payı %84,9 olmuştur (McDonald 1982). Amerikan şirketlerinin sendikasyon kredileri piyasasına gösterdiği bu yoğun ilgi 1980’li yıllar boyunca artarak devam etmiştir. Rhodes (1993)’e göre 1986-1991 yılları arasında dünya piyasalarındaki toplam işlem hacminin %50’si yaklaşık 9.000 işlemin yapıldığı Kuzey Amerika piyasasında gerçekleşmiştir. Diğer aktif bölgeler ise sırasıyla yaklaşık %25’lik pay ile Batı Avrupa, %13’lük pay ile de Uzak Doğu piyasaları olmuştur. Amerikan şirketlerinin sendikasyon piyasalarındaki ağırlığı doğal olarak kullanılan para birimi ve kreditorler tarafına da yansımış, Amerikan doları en çok kullanılan para cinsi olurken Amerikan bankaları gerçekleştirdikleri işlem hacimleri ile diğer ülke bankalarından çok daha yüksek bir performans göstermişlerdir. Tablo 1.5 1986-1991 yılları arasında en çok sendikasyon kredisi düzenleyen ilk on bankanın sıralamasını göstermektedir.

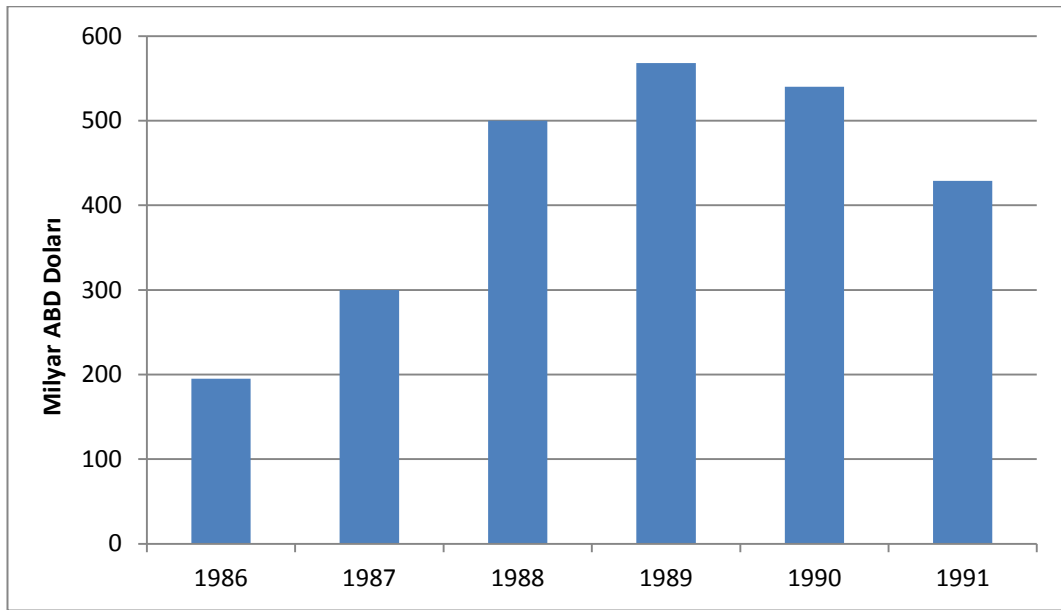
Tablo 1.5 1986-1991 Düzenleyici Bankalar

Sıra	Banka	Hacim (Milyar ABD Doları)	İşlem Sayısı
1	Citicorp	354,9	1.162
2	JP Morgan & Co	233,7	532
3	Manufacturers Hanover	225,6	774
4	Bankers Trust Co	221,1	689
5	Chase Manhattan Bank NA	191,4	1.052
6	Chemical Bank	164,8	511
7	National Westminster Bank	124,7	481
8	Barclays Bank	111,9	508
9	First National Bank of Chicago	100,7	424
10	Bank of America	99,0	508

Kaynak: Rhodes (1993)

Sendikasyon piyasalarında özel sektör şirketlerinin ağırlığının artmasını dolaylı olarak destekleyen ancak genel anlamda bu piyasaları olumsuz etkileyen gelişmelerden biri de piyasaların kuruluşundan itibaren en aktif müşterileri olan devlet hazineleri ve diğer devlet kurumlarının iflasları olmuştur. Sovyetler Birliği’nin 1979 yılında Afganistan’ı işgal etmesi ile içine girdiği ekonomik zorluklar tüm doğu bloku ülkelerini etkilemiş ve yaşanan olumsuz durum Polonya’nın 1981 yılında borçlarını ödeyememesi ile zirveye çıkmıştır. 1982 yılında benzer bir durum bu kez Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkmış ve Meksika’nın borçlarını ödeyememesi ile başlayan dış borç krizi kısa süre içerisinde Brezilya, Şili, Arjantin gibi tüm Latin Amerika ülkelerine sıçramıştır. Armstrong (2003)’e göre bu sürecin sonucu olarak

sendikasyon teknikleri, düzenlemelerin daha yoğun olduğu ulusal piyasalar yerine inovasyonun çok daha hızlı gerçekleştigi uluslararası piyasalarda gelişmeye başlamıştır. Özellikle Latin Amerika ülkelerinde yaşanan dış borç krizi ile durgun bir dönem geçiren sendikasyon kredileri piyasasındaki işlem hacimleri 1980'li yılların sonunda ABD'de yaşanan kaldıraçlı satın alma (Leveraged Buyout) işlemleri ile tekrar yükselmeye başlamıştı. Rhodes (1993)'e göre 1980 yılında 88 Milyar ABD Doları olan toplam işlem hacmi 1989 yılında 568 Milyar ABD Doları ile zirveye ulaşmıştı. Şekil 1.4 1986-1991 yılları arasında sendikasyon piyasalarında gerçekleşen işlem hacminin yıllara göre değişimini göstermektedir.



Kaynak: Rhodes (1993)

Şekil 1.4 Sendikasyon Kredileri İşlem Hacmi, 1986-1991

Bir firmanın başka bir firmayı yüksek oranlarda dış kaynak kullanarak satın alması olarak tanımlayabileceğimiz kaldıraçlı satın alma işleminde, temel olarak satın alan firma satın alınan firmanın varlıklarını ya da nakit akımlarını teminat olarak kullanıp banka kredisi ve bono ihracı işlemleri ile dış kaynak sağlamaktadır. Bu tür satın alma işlemlerindeki tutarların yüksek olması sebebiyle bankalar istekli firmaları tek başlarına finanse etmek yerine başka bankalar ile bir araya gelerek sendikasyon kredisi sağlama yolunu tercih ediyorlardı. Sendikasyon kredilerinde kaldıraçlı satın alma işlemleri ile başlayan bu hareket, 1989 yılında ABD otoritelerinin bankaların bu amaçla verdikleri krediler ile ilgili yeni kısıtlamalar ve

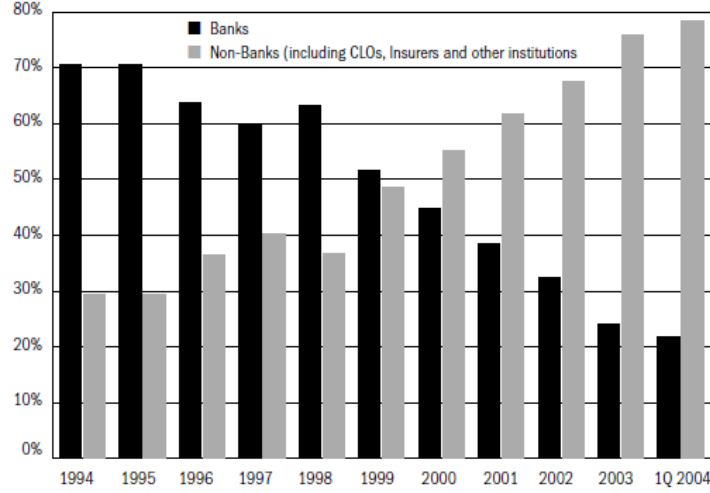
düzenlemeler getirmeleri ile sona ermiş ve işlem hacimleri düşmeye başlamıştır. Yago ve McCarthy (2004)'e göre 1989 yılında kaldıraçlı satın alma amacı ile verilen sendikasyon kredileri tutarı 84 Milyar ABD Doları iken 1990 yılında bu tutar 11 Milyar ABD Doları'na gerilemiştir.

Borç krizinden gerekli dersi çıkararak 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 başladılar. Bankaların ileri düzeyde ve karmaşık teknikler kullanmaları ve verdikleri kredilerin performansları ile ilgili piyasada verilerin üretilmeye başlanmış olması gibi nedenler sendikasyon kredilerinde ikinci el piyasanın oluşmasını ve bu piyasaya banka dışı finansal kuruluşların da girmelerini sağlamıştır (Gadanecz 2004).

Sendikasyon piyasalarının gelişiminde önemli bir etken de 1995-1997 yılları arasında sendikasyon kredilerinin yeni bir varlık sınıfı olarak ortaya çıkması ve emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların bu varlık sınıfını tahvil ve güvencesiz tahvillere (debentures) alternatif bir yatırım aracı olarak görmeleri olmuştur. Özellikle kaldıraçlı sendikasyon kredilerinin benzer risk yapısındaki yatırım araçlarına göre daha sağlam teminatlarının olması ve borçlunun tasfiyesi halinde diğer kredilere göre alacak önceliği sağlamaları gibi sebepler ile kurumsal yatırımcılar bir risk yönetim aracı olarak kaldıraçlı sendikasyon kredilerine portföylerinde daha çok yer vermeye başlamışlardır. Banka dışı kurumsal yatırımcıların sendikasyon kredisi piyasasına gösterdikleri yoğun ilgi ve pazar paylarını hızlı bir şekilde arttırmaları, piyasanın derinleşmesinde önemli katkılarda bulunmuştur (Armstrong 2003).

Yago ve McCarthy (2004)'e göre 1994 yılında birincil kaldıraçlı krediler piyasasındaki işlemlerin %71'i bankalar, %29'u ise banka dışı kurumlar tarafından gerçekleştirilirken, 2004 yılı birinci çeyreği itibarı ile bankaların payı %22'ye gerilemiş banka dışı kurumların payı ise %78'e yükselmiştir. Şekil 1.5 1994-2004 yılları arasında birincil sendikasyon piyasasında bankaların payı düşerken banka dışı kuruluşların payının ise her yıl daha da arttığını göstermektedir.

FIGURE 12: THE GROWTH OF NONBANKS IN THE PRIMARY MARKET, 1994-2004



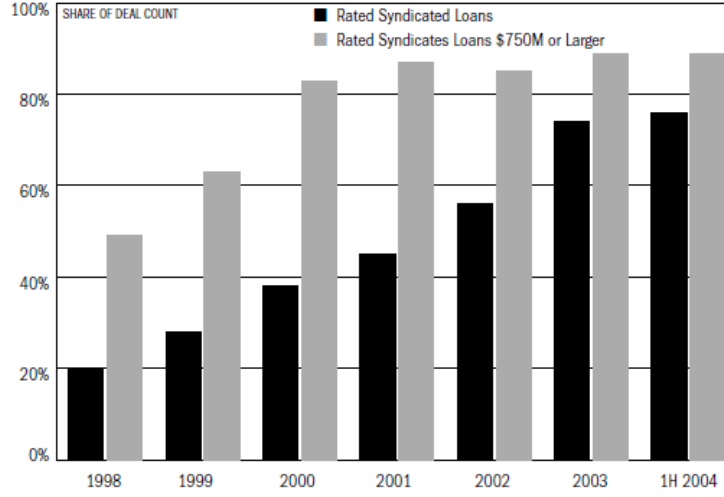
Source: Standard & Poor's Leveraged Lending

Kaynak: Yago ve McCarthy (2004)

Şekil 1.5 Banka Dışı Kuruluşların Birincil Piyasada Artan Ağırlıkları

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. Bu kuruluşların başında 1995 yılında New York'ta piyasa katılımcısı kurumların bir araya gelmesi ile kurulan ve kar amacı gütmeyen bir kuruluş olan LSTA gelmektedir. LSTA, birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin ve kullanılan dokümanların standartlaştırılması, piyasaya fiyat bilgilerinin sağlanması, taraflar arası bilgi alışverişinin düzenlemesi gibi işlevleri ile ABD ikinci el sendikasyon piyasasının gelişerek daha likit, profesyonel ve etkin çalışan bir piyasa haline gelmesinde etkili olmuştur. Bu dönemde piyasanın gelişmesinde etkisi olan bir başka faktör de alım satımına konu olan kredilerin bağımsız değerlendirme kuruluşları tarafından sınıflandırılması ve derecelendirilmeye başlanması 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. Şekil 1.6 1998-2003 yılları arasında derecelendirmeye sahip sendikasyon kredilerindeki artış trendini göstermektedir.

FIGURE 19: GROWTH OF SYNDICATED LOAN RATING, 1998-2003



Source: Standard & Poors

Kaynak: Yago ve McCarthy (2004)

Şekil 1.6 Derecelendirilmiş Sendikasyon Kredilerindeki Artış, 1998-2003

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.

1.10.2 Türkiye’de Sendikasyon Kredilerinin Gelişimi

Türkiye’de sendikasyon kredilerinin, ekonominin dışa açılmaya başladığı, serbest piyasa ekonomisi ve ihracata dayalı büyüme politikalarının benimsendiği, yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı, ekonomik ve finansal serbestleşme çabalarının yoğun olarak görüldüğü 1980 sonrası dönemde bankalar tarafından artan bir sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Bununla birlikte, sendikasyon kredilerinin yapıları itibarı ile bir dış finansman aracı olmaları nedeni ile bu bölümde öncelikle Türkiye Cumhuriyeti’nin kuruluşundan 1980 yılına kadar geçen dönemde

ülkenin dış borçlanma tarihçesine kısaca değinilecektir. Daha sonra, 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 2003-2012 yılları arasında Türk bankacılık sektörü tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerine dair istatistikî bilgiler sunulacaktır.

1.10.2.1 1980 Öncesi Dönem

Sendikasyon kredilerinin neredeyse yok denilecek kadar az kullanıldığı bu dönemde Türkiye'nin dış borçlanma serüveni yabancı devletler ve uluslararası kuruluşlardan alınan hibe ve krediler ile başlamıştır. Yıllar içerisinde edinilen tecrübe ve değişen ekonomik koşullara bağlı olarak özellikle 1980 sonrası dönemde sendikasyon kredileri de gerek kamu gerekse özel sektör kuruluşları tarafından dış borçlanmada kullanılan önemli bir araç olarak yerini almıştır.

Cumhuriyetin ilk yıllarında gerçekleştirilen dış borçlanmalar iki amaca hizmet ediyordu: birincisi Osmanlı İmparatorluğu'ndan devralınan borçların ödenmesi, ikincisi ise demiryolları, limanlar, elektrik gibi kamu hizmetlerini gören yabancı imtiyazlı şirketlerin millileştirilmesi. Bu amaçlar dışında Türkiye Cumhuriyeti tarafından alınan ilk yurtdışı kredisi 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 kurması şartı ile "Kibrit ve Çakmak İnhisarı" na ait işletme hakları 25 yıl süre ile bu şirkete devredilmiştir. İkinci dış borçlanma ise 1934 yılında Sovyetler Birliği'nden alınan ve Türkiye'nin ilk beş yıllık kalkınma programı kapsamında yapılacak yatırımların finansmanı amacı ile alınan kredi olmuştur. Bu programın gerektirdiği yatırımların yapılabilmesi ve bazı fabrikaların inşası bu kredi ile mümkün olmuştur. 27 Mayıs 1938 tarihinde İngiltere'den alınan 16 milyon İngiliz Sterlini tutarındaki kredi ise borç ödemesi ve askeri amaçlar için kullanılmıştır (Evgin 2000).

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 ekseriyetle 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 öne çıktığı görülmektedir. 1946 ve 1947 yıllarında Amerika'dan alınan hibe ve krediler daha önce olduğu gibi askeri amaçlı malzeme alımı için kullanılmıştır. 1947-1950 yılları arasında Türkiye'nin kalkınmanın finansmanında kullanılmak üzere uluslararası kuruluşlardan borç almaya başladığı görülmektedir. Bu dönemde Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ve Avrupa Tediye Birliği (EPU) gibi kurumlardan beş milyon ile ellibeş milyon ABD Doları tutarında farklı büyüklüklerde krediler alınmıştır.

1950 yılı sonrası dış borçlanma açısından oldukça yoğun bir dönem olmuştur. “Özellikle Türkiye'nin II. Dünya Savaşı'ndan sonra batıya yönelmesi, OECD ve NATO'ya üye olması, bu yıllarda OECD'nin Avrupa'nın yeniden imarı için yardıma ihtiyacı olduğuna dair hazırladığı rapor üzerine başlatılan Marshall yardımlarından Türkiye'ye 225 milyon dolar düşmüştür” (Adıyaman 2006: 26). 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 (Dolar 2.83 TL'den 9 TL'ye yükselmiş) ve yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Tablo 1.6 bu istikrar programı çerçevesinde uluslararası kurumlardan alınan destek kredilerinin dökümünü vermektedir.

Tablo 1.6 İstikrar Programı Destekleme Kredileri

Uluslararası Kuruluşlar	(Milyon Dolar)
Avrupa Ekonomik İşbirliği Ülkeleri	75.0
Avrupa Para Anlaşması (EMA)	25.0
Uluslararası Para Fonu (IMF)	25.0
Export-Import Bank	37.5
Kalkınma İkraz Fonu (DLF)	37.5
TOPLAM	200.0

Kaynak: Evgin (2000)

1960'lı yıllarda da Türkiye'nin dış borçlanma ihtiyacı artarak devam etmiştir. Bu dönemin bir özelliği de Türkiye Cumhuriyeti tarihinde ilk defa konsorsiyum kredilerin alınmaya başlanmış olmasıdır. Konsorsiyum kredileri yapı ve işleyiş olarak sendikasyon kredilerine oldukça benzeyen bir finansman kaynağıdır çünkü bu kredilerde birden fazla devlet ve/veya uluslararası kuruluş bir ülkenin liderliğinde bir başka devlete borç vermek amacı ile bir araya gelmektedir. Türkiye ilk konsorsiyum kredisini 1962 yılında OECD üyeleri tarafından kurulan ve uluslararası kuruluşların gözlemci olarak katıldıkları Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu'ndan almıştır. Tablo 1.7'de birinci beş yıllık kalkınma planı çerçevesinde kullanılan konsorsiyum kredilerin listesi sunulmaktadır.

Tablo 1.7 BBYKP Çerçevesinde Kullanılan Konsorsiyum Kredileri

Yıllar	Program	Proje	Toplam (Milyon Dolar)
1963	164	84	248
1964	159	41	198
1965	215	56	271
1966	179	63	242
1967	173	86	259
TOPLAM	890	330	1.218

Not: Borç Ertelemesi ve Röfinansman Kredileri Dâhil

Kaynak: Evgin (2000)

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

1970'li yıllara %66 oranında bir devalüasyon (Dolar 9 TL'den 15 TL'ye yükselmiştir) 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. Bunda 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 rolü olmuştur. Bu dönemin önde 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 yatırılıyordu. Banka ise bu döviz TCMB'ye aktarıyor ve karşılığında müşterilerine TL cinsinden kredi veriyordu. Bankanın vade sonunda karşılaşacağı kur farkı zararı ise TCMB tarafından üstlenilmekteydi. 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. Döviz 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 yapıları 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. "1975 yılında BOTAŞ'ın 5 yıl vade ve LIBOR+1,5 ile sağladığı 150 milyon USD'lik sendikasyon kredisi ilk belirgin borçlanma olarak gösterilebilir" (Apak 1995: 88).

1.10.2.2 1980-1989 Dönemi

Bu dönemin en önemli özelliği Türkiye'nin ithal ikameci ve korumacı ekonomik politikalar yerine serbest piyasa kurallarının işleyeceği daha liberal, rekabetçi ve ihracata dayalı ekonomik büyümeyi hedefleyen yeni bir politika izlemeye başlamış olmasıdır. Bu yeni politika finans alanında da büyük değişimler getirmiş ve ülkede finansal serbestleşme, liberalizasyon ve de-regülasyon gibi kavramlar ile açıklanan yeni bir dönem başlamıştır. 24 Ocak kararları olarak da bilinen ekonomik istikrar programının kabulü ile başlayan bu yeni dönemin en önemli özelliği Türk lirasının konvertibl hale geldiği, uluslararası para hareketlerinin kolaylaştırıldığı ve dış borçlanmanın önünün açıldığı bir dönem olmasıdır. 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 önünü açılmış ve sendikasyon kredileri yıllar geçtikçe çok daha sıklıkla başvurulmuş bir yurtdışı finansman kaynağı olmuştur. "1989 yılı Ağustos ayında çıkarılan 32 sayılı karar ile sermaye hareketlerine getirilen serbesti yurt içinde süregelen yüksek nominal faiz oranları Türk Lirasının aynı dönemde reel olarak değer kazanması ile birleşince yurt dışından borçlanma cazip hale gelmiştir" (Parasız 2004: 431). Bu dönemde sendikasyon kredilerine olan talebi artıran etkenlerden biri

de Euro-piyasalarının gelişimine paralel olarak artan uluslararası borçlanma imkânları olmuştur. Çetintaş (2008)'e göre 1981 yılında Türkiye'de sadece 2 adet sendikasyon kredisi alınmış ve bu iki işlemin toplam tutarı yaklaşık 181 milyon Euro olmuştur. 1989 yılına gelindiğinde ise işlem sayısı 41'e toplam tutar ise 2.353 milyon Euro'ya ulaşmıştır. 1980-1989 arası dönemde toplam işlem hacmi ise 16 milyar Euro'ya yaklaşmıştır.

1980'li yıllar sendikasyon kredilerinde devlet ağırlığının yoğun olarak hissedildiği bir dönem olmuştur. Tablo 1.8 bu dönemde 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 1.8 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) verilerinden derlenmiştir.

Çetintaş (2008)'e göre bu dönemde alınan sendikasyon kredileri arasında en yüksek tutarlı olanlar 1985 yılında Merkez Bankası'nın aldığı 424 milyon Euro, 1986 yılında İBB'nin aldığı 396 milyon Euro, 1984 ve 1988 yıllarında Hazine'nin aldığı 354,5 milyon ve 299 milyon Euro tutarlarındaki krediler olmuştur. 1980'li yıllarda alınan sendikasyon kredilerinde sadece adet değil işlem büyüklüğü 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. Çetintaş (2008)'e göre 1980-1989 yılları arasında dış ticaretin finansmanı amacıyla yaklaşık 10 milyar ABD Doları tutarında (toplam hacmin %63'ü) 165 kredi (toplam işlem sayısının %73'ü) alınmıştır.

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

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. Tablo 1.9 1981-1989 yılları arasında gerçekleşen toplam işlem sayılarının ve banka işlem paylarının yıllar itibarı ile değişimini göstermektedir.

Tablo 1.9 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) verilerinden derlenmiştir.

Bu dönemde diğ er sektö rlerde oldu ğ u gibi bankacılık sektöründe de devletin ağı rlı ğ ı dikkati çekmektedir. “İ mzaladı ğ ı toplam 4 sendikasyon kredisinin tutarı 636 milyon Euroyu geç en Ziraat bankası hem hacim hem de ortalama iş lem büyüklü ğ ü bakımlarından lider konumdadır. Toplam hacmin yaklaşık ¼ ’ünü oluşt uran Ziraat bankasını özelliğ likli hissedar yapısı nedeniyle yine kamu bankası sayılabilecek İş bankası toplam 5 sendikasyon ve 487,8 milyon Euro tutarla izlerken diğ er kamu bankaları Emlak ve Vakıflar bankaları da bu dönemde 3’ er kez kredi alarak toplam 215 milyon Euroyu aş an bir tutara ulaş mış lardır. Söz konusu 4 bankanın aldı ğ ı toplam 1 milyar 341 milyon Euroluk toplam tutar dönem içinde tüm bankaların aldı ğ ı tutarın %50’ sinden fazlasına tekabül etmektedir” (Ç etintaş 2008: 108).

1.10.2.3 1990-1999 Dönemi

1990’ lı yıllara gerek yurtiç inde gerekse yurtdış ında ortaya ç ıkan savaş ve krizler damgasını vurmuştur denilebilir. Türkiye bu yıllara 1990 yılı Ağ ustos ayında Irak’ ın Kuveyt’ i iş gal etmesi ile başlayan ve ÷ lke ekonomisine oldukça önemli yükler getiren Kõ rfez savaş ı ile başlamıştır. Takip eden yıllarda görev başındaki hükümetin faiz oranlarını düşürme çalışmaları başarısız olmuş ve Türkiye 1994 yılında yeni bir ekonomik kriz ile bař bařa kalmıştır. Bu krizde üç bankanın (Marmara Bank, TYT Bank ve İ mpex Bank) faaliyetleri sona ermiş ve Türkiye’ nin uluslararası finans piyasaları nazarındaki kredibilitesi zarar görmüştür. 1997-1998 yıllarında ise Güneydođ u Asya ÷ lkeleri ve Rusya’ da ortaya ç ıkan krizler bu on yılın finansal anlamda en önemli gelişmeleri olarak sadece ortaya ç ıktıkları ÷ lkeleri deđ il küresel finansal piyasaları olumsuz etkilemişlerdir. Bu ÷ lkeler ile aynı risk grubunda değerlendirilen Türkiye de bu krizlerden olumsuz etkilenmiş ve dış borçlanma açısından zor ve yüksek maliyetli bir dönem geçirmiştir.

Sendikasyon kredisi işlemlerinin de bu olumsuz şartlardan etkilenmesine rağmen 1980’ li yıllarda gerçekleştirilen mevzuat değ iş iklikleri 1990’ lı yıllarda etkisini daha fazla göstermeye başlamış ve bir önceki dönemde oldukça yeni olan bu finansman aracı bu dönemde çok daha fazla kullanılmaya başlamıştır. 1990-1999 dönemi Türkiye’ de sendikasyon piyasasında iş lem hacminin arttı ğ ı, katılımcılar ve kredilerin kullanım amaçları açısından piyasanın çeşitlendi ğ i ve derinleş ti ğ i bir dönem olmuştur. 1990 yılında Türkiye’ de 2 milyar ABD doları tutarında

sendikasyon kredisi alınırken bunların büyük bir kısmı nisan ve ağustos ayları arasında gerçekleştirilmiştir. 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. Tablo 1.10 Türkiye’de 1990 yılı içerisinde sendikasyonu tamamlanmış veya anlaşması imzalanmış kredilerin aylara göre değişimini göstermektedir.

Tablo 1.10 Türkiye’de 1990 Yılı Sendikasyon Kredileri

Aylar	Milyon Dolar
Ocak	60,37
Şubat	66,00
Mart	45,00
Nisan	246,06
Mayıs	210,00
Haziran	330,00
Temmuz	340,00
Ağustos	640,00
Eylül	50,00
Ekim	-
Kasım	-
Aralık	15,00
TOPLAM	2.002,43

Kaynak: Apak (1995)

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. Görüldüğü üzere körfez krizi sendikasyon piyasasını oldukça olumsuz etkilemiş, krizin etkin olarak hissedildiği Eylül 1990-Nisan 1991 arası sekiz aylık dönemde toplam işlem hacmi 190 milyon dolar ile sınırlı kalmıştır. Körfez krizinden sonra, sendikasyon piyasasında bir toparlanma olduğu, hem kamu kuruluşları hem de özel sektör firmalarının vadeleri gelen sendikasyon kredilerini yenilemeye başladıkları görülmüştür. 1991 yılında alınan en yüksek tutarlı kredi ise Hazine tarafından alınan 200 milyon ABD Doları tutarındaki üç yıl vadeli, LIBOR+%0,9 oranlı kredi olmuştur (Apak, 1995).

Bu döneme iki milyar doların biraz üstünde bir işlem hacmi ile başlayan sendikasyon kredisi piyasası 1994 yılına kadar benzer bir tempo ile devam etmiş, 1994 yılında yaşanan krizden sonra ise hızla toparlanarak gerek işlem sayısı gerekse işlem hacmi olarak gelişmeye devam etmiş ve 1999 yılında 7,5 milyar Euro ile zirveye ulaşmıştır. Çetintaş (2008)'e göre 1990-1999 yılları arasında Türkiye'de toplam 524 sendikasyon kredisi alınmış ve alınan kredilerin toplam tutarı 41,2 milyar Euro olmuştur. Bu rakamlar 1990-1999 dönemindeki işlem sayısının ve toplam işlem hacminin 1980-1989 dönemine göre yaklaşık iki kat arttığını göstermektedir.

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. Kredilerin kullanım amacı bazında bu dönemin en önemli özelliği işletme sermayesi amacı ile alınan kredilerdeki artıştır. İşletme sermayesi amaçlı alınan krediler 142 işlem ve 7,9 milyar Euro hacim ile işlem sayısında ikinci sırayı, işlem hacminde ise üçüncü sırayı almıştır (Çetintaş 2008).

1990-1999 dönemi Türkiye sendikasyon kredisi piyasasında devlet ağırlığının devam ettiği bir dönem olmuştur. Tarım sektöründe TMO, Türkiye Şeker Fabrikaları, Et ve Balık Kurumu, ulaşım sektöründe THY, TCDD, enerji sektöründe ise BOTAŞ ve TÜPRAŞ yüksek tutarlı kredilere imza atan diğer kamu iktisadi kuruluşları olarak öne çıkmışlardır. Kamu iktisadi teşekküllerine ek 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). Tablo 1.11 bu dönemde kamu bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin adedini ve hacimlerini göstermektedir.

Tablo 1.11 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) verilerinden derlenmiştir.

1990-1999 yılları arasında finans sektörü tarafından alınan kredi sayısı 297, tutarı ise 17,3 milyar ABD Doları 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).

1.10.2.4 2000 Sonrası Dönem

1990'lı yılların en önemli ekonomik sorunlarından biri de dönem boyunca devam eden yüksek enflasyon olmuştur. 1990 yılında %60,3 olan enflasyon oranı (1987=100, TÜFE) takip eden yıllarda artarak 1994 yılında %106,3'a ulaştıktan sonra düşmeye başlamış ve 1999 yılında %64,9 olmuştur (1994=100, TÜFE). IMF Araştırma Departmanı Direktörü Kenneth Rogoff'un Globalizm ve Global Dezenflasyon konulu araştırmasına göre ise Türkiye 1990-1999 yılları arasında yüzde 78'lik enflasyon oranı ile yüksek enflasyonda 30. sırada yer alırken, 2000-2003 döneminde yüzde 44,8'lik enflasyon oranı ile 6. sıraya yükselmiştir. (NTVMSNBC). Bu yıllarda yüksek enflasyonla mücadele amacı ile birçok ekonomik program uygulanmış ama bunların hiçbiri başarı sağlayamamıştır. 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, bununla birlikte enflasyonu ve faizleri de düşürme hedefleri ile hazırlanan bu program da hüsrarla sonuçlanmış ve Türkiye 2000 yılı Kasım ayında yeni bir kriz ile karşı karşıya kalmıştır. “Bu krizde 6 milyar dolar tutarındaki sıcak para ülkeyi terk etmiş, bunun sonucu olarak piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanmış ve gecelik faizler yüzde 2000'lere kadar yükselmiştir” (Orhangazi 2002: 196). “Türkiye 2000 Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısını (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli rezerv kayıplarıyla ve önemlisi, (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizelgesini yüksek bir maliyetle savunabilmiştir” (Uygur 2001: 8).

Kasım ayında yaşanan krizin üzerinden daha üç ay geçmeden 19 Şubat 2001 günü yapılan Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında yaşanan anayasa fırlatma tartışması ve Başbakan Bülent Ecevit'in toplantıyı terk etmesi ile başlayan siyasi kriz, Bülent Ecevit'in aynı gün yaptığı basın açıklaması ile birlikte ekonomik bir krize dönüşmüştür. 2000 yılı Kasım ayında yaşanan krizde olduğu gibi dövize olan talep artmış, yüklü miktarda sıcak para yurtdışına çıkarılmış ve piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanmıştır. Açıklamanın yapıldığı 19 Şubat günü 5 milyar ABD doları ülke dışına çıkarılırken, dövize olan saldırının devam etmesi sonucu TCMB 21 Şubat gecesi döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığını ilan etmiştir. 19 Şubat 2001 günü 683.074 TL olan TCMB ABD Doları döviz alış kuru alınan karar sonrasında 23 Şubat'ta 1.072.988 TL'ye yükselmiş ve TL ABD Doları 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 merhaba diyen 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). Rakamlardan da anlaşılacağı 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. 2002 yılında sendikasyon kredilerinde görülen düşüşte dış piyasalarda oluşan güvensizlik ortamı kadar iç piyasalarda yaşanan gelişmeler de rol oynamıştır. Bu gelişmelerden ilki yaşanan finansal krizler ve küçülen ekonomi ile birlikte kredilere olan talebin düşmesidir. Bir diğer önemli gelişme ise sendikasyon kredisi maliyetlerinin iç piyasa ile karşılaştırıldığında 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 bankanın işlem yaptığı, Garanti Bankası'nın iki işlem ve 675 milyon dolarlık hacim ile başı çektiği, onu 450 milyon ile Akbank ve 300 milyon dolar ile İş Bankası'nın takip ettiği görülmektedir. Tablo 1.12 2002 yılında Türk bankaları tarafından kullanılan sendikasyon kredilerinin detayını vermektedir.

Tablo 1.12 Bankaların Kullandıkları Sendikasyon Kredileri, 2002

Banka Adı	Milyon Dolar	Tarih
KOÇBANK	200	03.01.2002
GARANTİ*	350	09.05.2002
TÜRK EXİMBANK	125	16.09.2002
AKBANK	450	27.09.2002
GARANTİ*	325	11.10.2002
TEB	100	21.10.2002
FİNANSBANK	110	25.10.2002
KOÇBANK	200	13.11.2002
İŞ BANKASI	300	17.12.2002
TOPLAM	2.160	

*EURO

Kaynak: Yıldırım (2005)

2003 yılında Türk bankaları toplam 14 işleme imza atarken bir önceki yılda olduğu gibi 2003 yılında da biri Euro diğeri de ABD Doları cinsinden olmak üzere iki işlem ve 900 milyon dolarlık hacim ile Garanti Bankası'nın başı çektiği görülmektedir. İki işleme imza atan bir diğer banka Akbank olurken elde ettiği 800 milyon dolarlık hacim ile bir önceki sene olduğu gibi bu sene de ikinci sırada yer almıştır. Bir önceki yılın üçüncüsü İş Bankası iki işlem ve 525 milyon tutarındaki sendikasyon kredisi ile yine üçüncü sırada yer almayı başarmıştır. 2003 yılında ilk

defa piyasaya çıkan bankalar ise 200 milyon dolar ile Fortis, yine 200 milyon dolar ile Vakıflar Bankası ve 135 milyon dolar ile Denizbank olmuştur. Bu yılda alınan kredilerin tamamı yılın ikinci yarısında alınırken en çok işlemin yapıldığı ay Aralık olmuştur. 2003 yılında özellikle yılın ikinci yarısında gerçekleşen artışın en önemli sebeplerinden biri gerek Türkiye'nin gerekse Türk bankalarının aldıkları not artırımları olmuştur. Bununla birlikte Irak savaşının yarattığı olumsuz etkilerin azalmaya başlaması, Türkiye ekonomisinin bu dönemde gösterdiği büyüme eğilimleri ve yurtiçinden borçlanma maliyetlerinin yüksek olması da etkili olan diğer faktörler olarak gösterilebilir. Tablo 1.13'te 2003 yılında Türk bankaları tarafından kullanılan sendikasyon kredileri hakkında detaylı bilgi sunulmaktadır.

Tablo 1.13 Bankaların Kullandıkları Sendikasyon Kredileri, 2003

Banka	Tutar (Milyon ABD Doları)	Faiz Oranı	Açılış Tarihi
Garanti Bankası (Euro Cinsi)	450	Libor+0,75	11.07.2003
Akbank	350	Libor+0,75	22.07.2003
Koçbank	200	Libor+0,75	28.07.2003
İş Bankası	225	Libor+0,75	04.08.2003
Fortis Bank	200	Libor+0,85	05.08.2003
T. İhracat Kredi Bankası	175	Libor+1,30	20.08.2003
Denizbank	135	Libor+0,85	16.10.2003
Finansbank	265	Libor+0,80	30.10.2003
TEB	125	Libor+0,80	30.10.2003
Akbank	450	Libor+0,65	01.12.2003
Garanti Bankası	450	Libor+0,65	02.12.2003
Vakıfbank	200	Libor+0,85	10.12.2003
İş Bankası	300	Libor+0,65	11.12.2003
Koçbank	200	Libor+0,65	15.12.2003
TOPLAM	3.725		

2004 yılı sendikasyon kredileri açısından bir sıçrama yılı olmuş, Türk bankaları tarafından alınan 23 kredinin toplam tutarı 6,2 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. 2004 yılında gözlenen bu artışın başlıca sebepleri olarak Türkiye'nin kredi notunun artırılması, 2001 finansal krizinden sonra yeniden yapılanma sürecine giren Türk bankacılık sektörünün çok daha sağlam ve güvenilir bir yapıya kavuşmuş olması, ekonomik faaliyetlerde ülke genelinde görülen canlanma, özellikle dış ticaret hacminde görülen artış, döviz tevdiat hesapları yolu ile yurtiçinden döviz

borçlanmanın sendikasyon kredilerine göre daha yüksek maliyetli olması vb. gelişmeler gösterilebilir. Bu yılki işlemlere baktığımızda 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi hacim olarak Garanti Bankası'nın birinci, Akbank'ın ikinci, İş Bankası'nın ise üçüncü sırada yer aldıklarını görmekteyiz. Ancak bu yıl İş Bankası ile birlikte bir devlet bankası olan Vakıfbank'ın da 850 milyon dolarlık işlem ile üçüncülüğe ortak olduğu dikkati çekmektedir. 2004 yılında piyasaya ilk defa çıkan bankalar ise Tekstilbank, Alternatifbank, Anadolubank ve Şekerbank olmuşlardır. Nisan ayında gerçekleşen bir işlem hariç kredilerin tamamının 2003 yılında olduğu gibi yılın ikinci yarısında alındığını görmekteyiz. Temmuz ayında Garanti Bankası tarafından alınan 540 milyon dolar tutarındaki Euro cinsi kredi 2004 yılına kadar alınan en yüksek tutarlı sendikasyon kredisi olurken, 23 ülkeden toplam 53 bankanın katılımı ile sağlanan kredinin faiz oranı ise %2,9 olmuştur.

Türk bankalarının sendikasyon kredilerine göstermiş oldukları talep 2005 yılında da aratarak devam etmiş ve 2005 sendikasyon kredileri açısından bir ilkler ve rekorlar yılı olmuştur. Türk bankacılık sektörü bu yılda toplam 10,2 milyar dolarlık 28 anlaşmaya imza atarak ilk defa 10 milyar dolar sınırını aşmış ve önceki üç yılın toplamına eşit bir finansman kaynağına sadece bir yıl içerisinde ulaşma başarısını göstermiştir. Artan hacim ile birlikte kredi büyüklüklerinin de arttığı görülmektedir. Yılın en yüksek tutarlı kredisi İş Bankası tarafından alınan 750 milyon Euro tutarındaki kredidir. Bu kredi 2005 yılına kadar alınan en yüksek tutarlı sendikasyon kredisi olmuştur. Yılın ikinci büyük kredisi ise dört yıl aradan sonra ilk kez sendikasyona çıkan Yapı Kredi Bankası'nın aldığı 800 milyon dolarlık kredi olmuştur. 2004 yılında 500 milyon doların üzerinde büyüklüğe sahip sadece üç kredi alınmışken 2005 yılında bu rakam yediye yükselmiştir. 2005 yılında bir ilk de kredi vadelerinde yaşanmıştır. Türk bankaları çoğunlukla bir yıl vadeli borçlanmayı tercih ederlerken ilk defa bir yıldan uzun vadeli sendikasyon kredilerine imza atılmıştır. Alınan iki yıl vadeli dört kredinin toplam tutarı 1,08 milyar dolar olurken, üç yıl vadeli tek kredi Oyak Bank tarafından Aralık ayında alınan 100 milyon dolarlık kredi olmuştur. Bankaların 2005 yılında da daha önceki yıllarda olduğu gibi ABD Doları üzerinden borçlanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Euro cinsinden alınan kredi sayısı bir önceki yıla göre sadece bir adet artmış ve toplam 1,9 milyar dolar tutarındaki üç kredi Euro cinsinden alınmıştır. Bu tutar 2005 yılı içerisinde alınan

sendikasyon kredilerinin yaklaşık %20'sine tekabül ederken, Euro cinsinden alınan kredilerin sayıca az ancak yüksek tutarlı olmaları dikkat çekmektedir. 2005 yılı içerisinde alınan sendikasyon kredilerin açılış tarihlerine bakıldığında daha önceki yıllarda olduğu gibi bankaların yılın ikinci altı aylık döneminde borçlanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Bununla birlikte daha önceki yıllardan farklı olarak ilk kez bu yıl Ocak ve Nisan aylarında kredi sözleşmesi imzalanmıştır. Yapı Kredi Bankası'na ek olarak bu sene ilk kez sendikasyona çıkan bankalar Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ve Oyak Bank olmuşlardır. Bu bankaların da katılımı ile 2005 yılında sendikasyon kredileri yolu ile dış finansman sağlayan banka sayısı on beşe yükselmiştir.

2006 yılındaki işlem hacmi bir önceki yıla göre %11,2 oranında artarak 11,4 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Kredi büyüklükleri, para cinsi, borç açılış tarihleri ve kredi alan bankalar açısından çok büyük değişikliklerin gözlemlenmediği 2006 yılında, bir önceki yıldan farklı olarak daha uzun vadeli borçlanmanın tercih edildiği görülmektedir. İki yıl vadeli sekiz kredinin toplamı yaklaşık 3 milyar ABD Doları olurken, üç yıl vadeli kredi sayısı beş, toplamı ise 1,7 milyar ABD Doları olmuştur.

2007 yılı ise sendikasyon kredisi piyasasının daraldığı bir yıl olmuştur. 8,4 milyar dolarlık hacmin gerçekleştirildiği bu yılda, sendikasyona çıkan banka sayısındaki artışa rağmen bankalar bir önceki yılda almış oldukları kredileri daha düşük tutarlarda yenilemeyi tercih etmişlerdir. Bu düşüşteki en önemli etkenin 2006 yılının ikinci yarısında uluslararası finansal piyasalarda başlayan ve gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkileyen dalgalanmalar olduğu söylenebilir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde ABD, Avrupa ve İngiltere merkez bankalarının faiz arttırması ile başlayan dalgalanmalar Haziran ayında Japonya merkez bankasının katılımı ile devam etmiş ve uluslararası likiditenin gelişmekte olan ülkelere çıkmaya başlamasına neden olmuştur. 2006 yılında ortaya çıkan bu gelişmelerin Türk sendikasyon piyasasına etkisi sınırlı olmakla birlikte 2007 yılında da artarak devam etmesi; uluslararası likiditenin gelişmiş ülkelere dönmeye başlaması ve borçlanma maliyetlerindeki artışın etkisi ile Türk bankacılık sektörünün dış finansman kaynaklarına ulaşması zorlaşmıştır. 2007 yılında bankaların Euro cinsinden

borçlanmayı arttırdıkları görülmektedir. Euro cinsinden alınan altı kredinin toplamı 3 milyar dolara ulaşmış ve toplam kredi tutarının %35,4'ü olmuştur. Alınan kredilerin vade dağılımına bakıldığında ise yine ağırlıklı olarak bir yıl vadeli borçlanmanın tercih edildiği görülmektedir. İki yıl vadeli olarak alınan altı kredinin toplamı 1,43 milyar ABD Doları olurken üç yıl vadeli sendikasyon kredisi alınmamıştır. Bu yılda Kuveyt Türk Katılım Bankası, Türkiye Finans Katılım Bankası ve Asya Katılım Bankası ilk kez sendikasyon piyasasına katılan bankalar olmuşlardır. Bu üç banka murabaha sendikasyonu yolu ile 384,75 milyonu iki yıl vadeli olmak üzere toplam 540 milyon ABD Doları tutarında finansman sağlamışlardır. İslami bankacılık prensipleri ile çalışan katılım bankalarının da eklenmesi ile birlikte, 2007 yılı sendikasyon kredisi yolu ile dış finansman sağlamayı tercih eden banka profilinin genişlediği bir yıl olmuştur.

2008 yılında imzalanan sendikasyon kredisi toplamı bir önceki seneye göre çok büyük değişiklik göstermeyerek 8,7 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bunun en önemli sebebi olarak uluslararası finansal piyasalarda 2007 yılında artarak devam eden dalgalanmaların 2008 yılı son çeyreğinde Lehman Brothers, Washington Mutual gibi ABD'nin önde gelen finansal kurumlarının iflası ve Fannie Mae, Freddie Mac ve AIG gibi kurumlara ABD hükümeti tarafından el konulması ile sonuçlanan büyük bir finansal krize dönüşmüş olması gösterilebilir. ABD'de başlayan ve başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm piyasaları olumsuz etkileyen krizin bir etkisi de alınan sendikasyon kredilerinin vadesi üzerinde olmuştur. 2008 yılında bankaların uzun vadeli borçlanmayı tercih etmedikleri görülmektedir. Alınan kredilerin tamamı yakını bir yıl vadeli olurken iki yıl vadeli tek kredi Tekstil Bank tarafından alınan 25 milyon ABD Doları tutarındaki kredi olmuştur. 2008 yılı içerisinde alınan sendikasyon kredilerinde dikkat çeken noktalardan birisi geçmiş yıllarda gözlemlenen Euro cinsi kredilerdeki artışın bu yıl da hızlanarak devam etmiş olmasıdır. Alınan otuz kredinin yarısı Euro cinsinden olurken bu kredilerin toplam tutarı 5,82 milyar ABD Doları olmuştur. Bu konuda dikkat çeken bir başka gelişme bankaların birden fazla dilimden oluşan sendikasyon kredi sözleşmelerine imza atmaya başlamış olmalarıdır. Uluslararası sendikasyon piyasalarında sıklıkla rastlanan bu uygulamada bir kredi sözleşmesi farklı vade, para birimi, geri ödeme koşulları ve faiz oranı gibi özelliklere sahip dilimlerden oluşabilmektedir. Borç veren

bankalar istedikleri takdirde tüm dilimlere katılırken isterlerse sadece belirli dilimler için finansman sağlayabilmektedirler. Sendikasyon kredilerini inceleyen literatürde farklı özelliklere sahip olmaları nedeni ile her dilimin ayrı bir kredi olarak değerlendirildiği görülmektedir. Türk bankalarının da 2008 yılında ABD Doları ve Euro olmak üzere iki farklı dilimden oluşan sendikasyon kredileri ile yabancı para cinsinden sağladıkları finansmanı çeşitlendirmeyi tercih etmeye başladıkları anlaşılmaktadır.

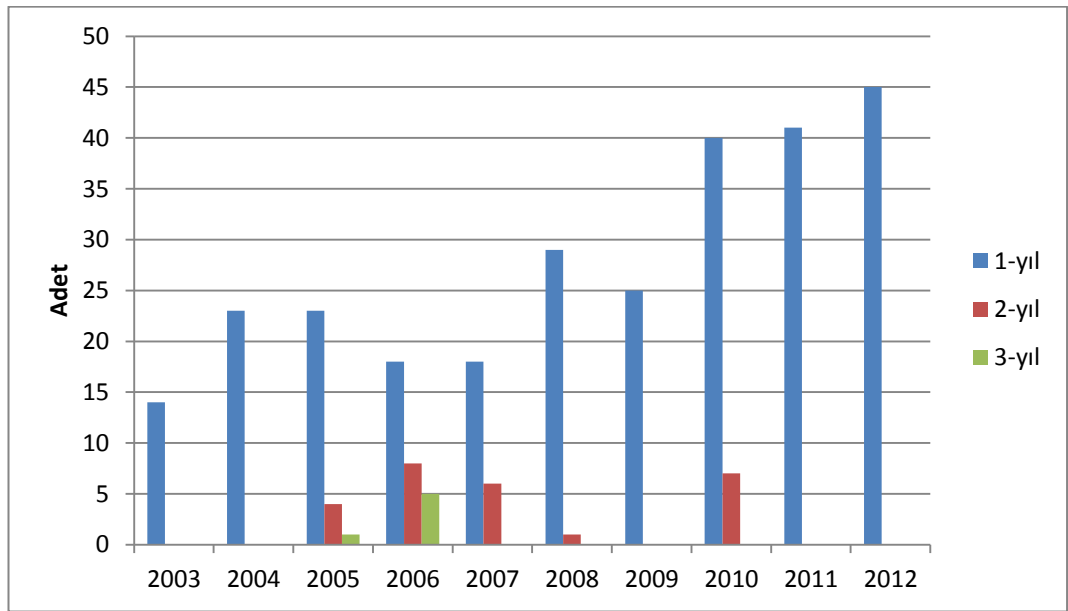
2008 yılının Eylül ayında başladığı kabul edilen kriz finansal küreselleşmenin etkisi ile hızla diğer ülkelere de yayılmış, bir finansal kriz olmaktan çıkarak ülkelerin büyüme, istihdam, ihracat, borçluluk gibi temel makroekonomik göstergelerini de olumsuz etkileyen bir ekonomik krize dönüşmüştür. Bir taraftan yaşanan yüksek volatilité nedeni ile dış finansman kaynaklarına ulaşmak zorlaşırken diğer taraftan Türkiye'nin en büyük ihracat pazarlarından 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 azalarak 102,1 milyar ABD Doları olmuştur. Bu gelişmeler ağırlıklı olarak ihracatın finansmanı amacı ile alınan sendikasyon kredilerine olan talebin de düşmesine sebep olmuş ve 2009 yılı işlem hacmi 7,3 milyar ABD Dolarına gerilemiştir. Bu yıl sadece sekiz banka sendikasyon kredisi alırken krediler bir önceki yıla göre daha düşük oranlarda yenilenmiştir. Alınan krediler içerisinde tutarı 500 milyon ABD Dolarının üzerinde olan kredi sayısı dört ile sınırlı kalmıştır. Yaşanan küresel krizin etkisi kredilerin vadelerine de yansımış ve bankalar 2009 yılında iki ve üç yıl vadeli sendikasyon kredisi imzalamamışlardır. Türk bankalarının Euro cinsinden borçlanma tercihleri bu sene de devam etmiş, Euro cinsinden alınan krediler toplam kredilerin %72'sine ulaşmıştır. Bu oran 2009 yılına kadar gerçekleşmiş en yüksek oran olarak karşımıza çıkmaktadır. 2009 yılı sendikasyon kredi maliyetlerinin de oldukça yükseldiği bir yıl olmuştur. Önceki dönemlerde küresel piyasalarda gözlemlenen faiz artışlarının Türk bankalarının almış oldukları sendikasyon kredilerine yansımaları en çok 2009 yılında görülmüş, kredi faizleri önceki yıllarda LIBOR+%0,2' ye kadar düşerken 2009 yılının en düşük faizli kredisi LIBOR+%1,25 olmuştur.

2007-2009 yılları arası oldukça durgun seyreden sendikasyon kredisi piyasası 2010 yılında büyük bir ivme kazanarak bir önceki yıla göre %95 artışla 14,1 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bu artışta sendikasyon kredisi alan banka sayısının artması ile birlikte kredi tutarlarındaki yükselişin de büyük katkısı olmuştur. 15 bankanın sendikasyon kredisi aldığı bu yılda Türk bankacılık sektörü ilk defa büyüklüğü 1 milyar doların üzerinde olan kredi sözleşmelerine imza atmıştır. 2010 yılında bankalar iki yıl vadeli sendikasyon kredilerine tekrar ilgi göstermeye başlamışlar ve 559 milyon ABD Doları tutarında yedi sözleşmeye imza atmışlardır. 2010 yılındaki bu artışın arkasında yatan etkenlerden biri olarak ABD merkez bankasının etkileri 2008 yılı üçüncü çeyreğinde açıkça ortaya çıkan krizden çıkış yolu olarak parasal genişleme politikalarına başvurması ve faizleri kademeli olarak düşürmeye başlaması gösterilebilir. 2007 Temmuz ayında %5,26 olan ABD gösterge faiz oranı (Effective Federal Funds Rate) 2008 Aralık ayında %0,16'ya inerken, 2009 yılında %0,12-%0,22, 2010 yılı boyunca ise %0,11-%0,20 aralığında hareket etmiştir. ABD merkez bankasının uyguladığı bu politika sonucunda uluslararası piyasalarda likidite artmış ve gelişmekte olan ülkelerin ABD Doları cinsinden borçlanma maliyetleri düşmeye başlamıştır.

2010 yılında sendikasyon kredileri piyasasında görülen düzelme 2011 yılında da devam etmiş ve imzalanan kredi sözleşmesi tutarı %14'lük artışla 16,1 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. 16 banka sendikasyon kredisi alırken altı banka 1 milyar doların üzerinde büyüklüğe sahip toplam sekiz sözleşmeye imza atmışlardır³. Bir önceki seneden 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. Kredi faiz oranlarına bakıldığında ise 2009 yılındaki yüksek oranların 2010 ve 2011 yıllarında düşmeye başladığı görülmektedir. Türk bankaları 2011 yılında LIBOR+%0,5 faiz oranı ile borçlanabilme başarısını göstermişlerdir.

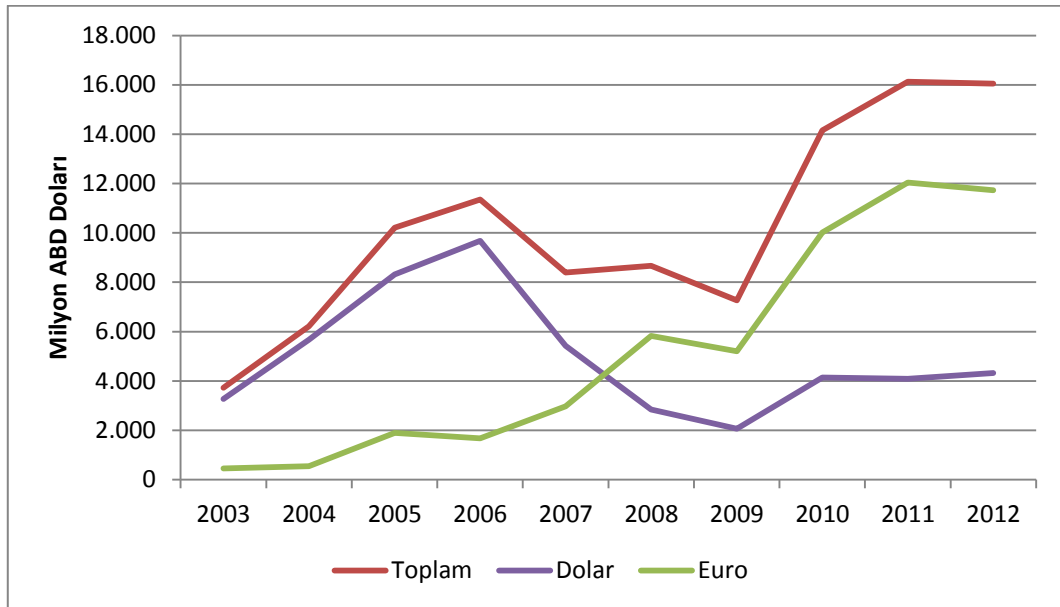
³ Bir bankanın aynı tarihli sözleşme ile aldığı ABD Doları ve Euro cinsi dilimlerin toplamı dikkate alınmıştır.

2012 yılında sendikasyon kredisi piyasası bir önceki yıla oldukça paralel bir performans göstermiş, 17 bankanın katılımı ile toplam 16,1 milyar ABD Doları tutarında bir finansman sağlanmıştır. Bu yıl Fiba Bank'ın ABD Doları ve Euro olmak üzere iki dilimden oluşan toplam 80 milyon dolarlık kredi ile piyasaya giriş yaptığı görülmektedir. Euro cinsi borçlanma oranı daha önceki yıllara benzer şekilde %73 olarak gerçekleşirken, bu yıl da bir önceki yıl olduğu gibi alınan kredilerin tamamının vadesi bir yıl olmuştur. 2003-2012 yılları arasında alınan kredilerin vadelerine bakıldığında, bankaların bir yıl vadeli sendikasyon kredileri almayı tercih ettikleri, vade sonunda kredilerini yine bir yıl vadeli olarak yeniledikleri görülmektedir. Bu durum Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların vade sonunda tekrar sendikasyon kredisi almakta zorluk çekmediklerini, uzun vadeli borç almak yerine bir yıl sonrasında değişen ekonomik koşullar altında kredilerini yenilemeyi tercih ettiklerini göstermektedir. 2005-2008 yılları arasında sınırlı sayıda da olsa iki yıl vadeli krediler alındığı, üç yıl vadeli kredilerin ise sadece 2005 ve 2006 yıllarında tercih edildiği görülmektedir. Şekil 1.7 2003-2012 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinin yıllara ve vadelerine göre dağılımını göstermektedir.



Şekil 1.7 Sendikasyon Kredilerinin Vadelerine Göre Dağılımı

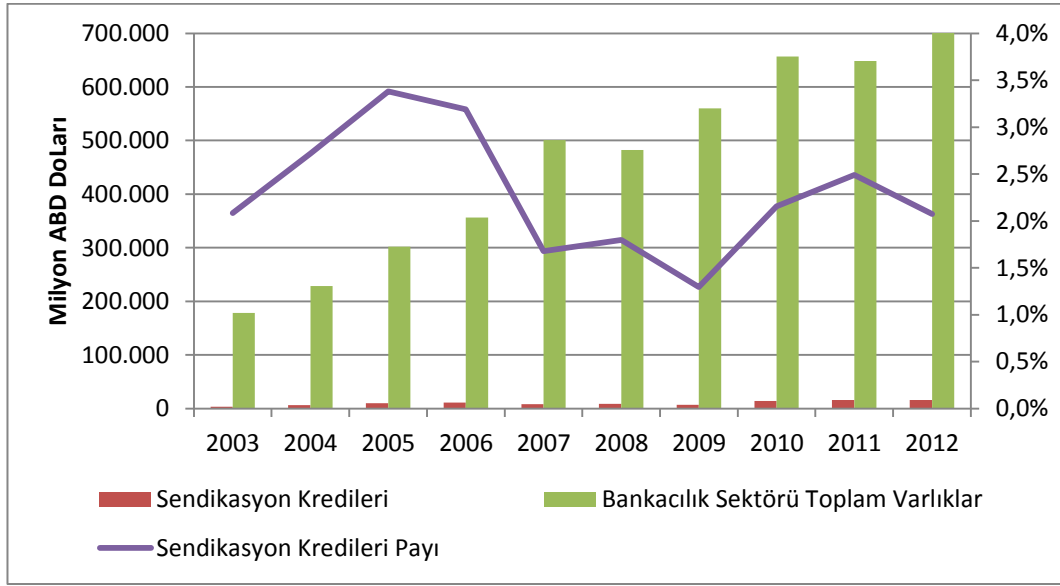
Aynı dönem içerisinde alınan toplam kredi tutarları incelendiğinde, 2003-2006 yılları arasında gözlenen artışın 2006-2009 arasında yönünü aşağıya doğru çevirdiği dikkati çekmektedir. 2010 yılı ise Türkiye sendikasyon kredisi piyasası için bir sıçrama yılı olmuştur. Bir önceki sene 7,2 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşen işlem hacmi 2010 yılında 14,2 Milyar ABD Dolarına ulaşmış, 2011 ve 2012 yıllarında 16 Milyar ABD Doları civarında seyretmiştir. Kredilerin yabancı para birimleri açısından bakıldığında 2003-2007 yılları arasında ABD Doları ağırlıklı işlem yapılırken, 2008 yılı itibarıyla Euro cinsi kredilerin ağırlık kazanmaya başladığı görülmektedir. Şekil 1.8’de 2003-2012 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinin toplam tutarları ve yabancı para cinsine göre dağılımları sunulmaktadır.



Şekil 1.8 Sendikasyon Kredileri İşlem Hacimleri

Sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sistemi içerisindeki göreceli yeri ile ilgili fikir sahibi olabilmek için araştırma dönemi içerisindeki her yıl için toplam sendikasyon kredisi tutarları ile bankacılık sektörünün toplam varlıkları karşılaştırılmıştır. Şekil 1.9’da görüldüğü üzere sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörünün toplam bilanço büyüklüğü içindeki payı 2005 yılında %3,4 ile en yüksek noktaya çıkmış, 2009 yılında ise %1,3 ile en düşük seviyeye gerilemiştir. Oranlar

sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sistemi içerisinde oldukça sınırlı bir yere sahip olduğunu göstermektedir.



Şekil 1.9 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Bilanço Büyüklüğü

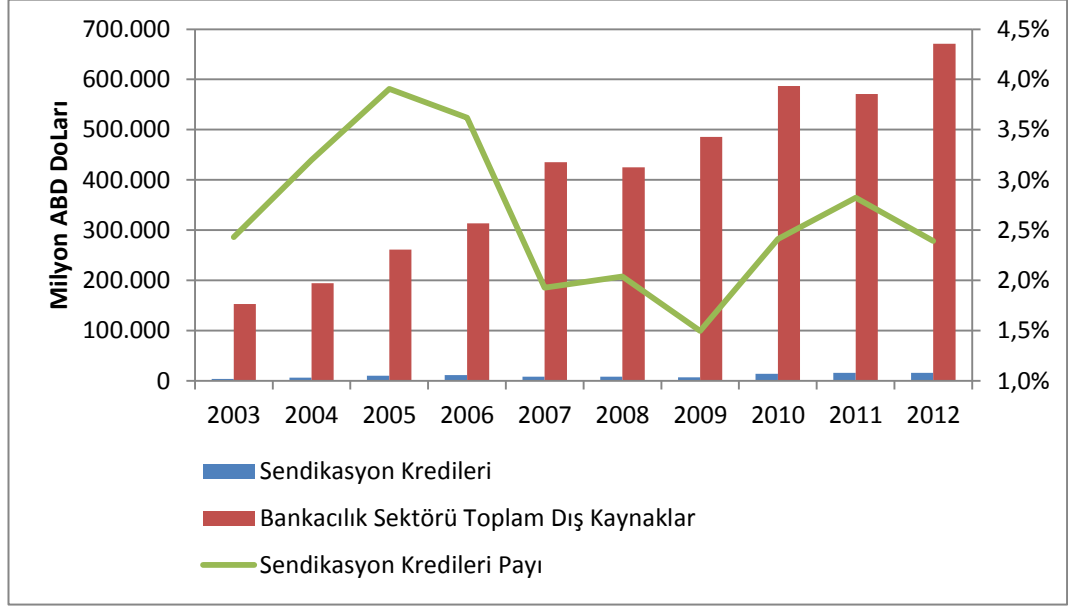
Benzer bir karşılaştırma gelişmiş ülke ekonomileri için yapıldığında ABD’de 2013 yılı içerisinde gerçekleştirilen sendikasyon kredisi işlemlerinin toplam bankacılık sisteminin %15,6’sını⁴ oluşturduğu görülmektedir. Japonya’da bu oran %12,8⁵, Avrupa’da ise %1,54⁶ olmuştur. Avrupa’da bu oranın düşük olmasının iki önemli sebebi bulunmaktadır: gerçekleşen işlem hacminin ABD’de gerçekleşen işlem hacminin yarısından daha düşük olması ve bankacılık sektörü toplam varlıklarının ABD bankacılık sisteminin yaklaşık üç katı kadar olması.

⁴ Thomson Reuters tarafından yayınlanan “Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2013” raporuna göre 2013 yılında ABD’de gerçekleşen sendikasyon kredisi tutarı 2,3 Trilyon ABD Doları olmuştur. FDIC internet sitesinden yayınlanan verilere göre 2013 yılı sonu itibarıyla ABD bankacılık sisteminin (All FDIC Insured Institutions) toplam varlık tutarı 14,73 Trilyon ABD Doları olarak gerçekleşirken ticari bankaların (All Commercial Banks) toplam varlık tutarı 13,68 Trilyon ABD Doları olmuştur.

⁵ Thomson Reuters tarafından yayınlanan “Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2013” raporuna göre 2013 yılında Japonya’da gerçekleşen sendikasyon kredisi tutarı 273,3 Milyar ABD Doları olmuştur. St. Louis Federal Rezerv Bankası internet sitesinde yayınlanan ve kaynağı Bank of Japan olan verilere göre 2013 yılı sonu itibarıyla Japonya bankacılık sisteminin toplam varlık tutarı 2.241.897 100 Milyon Yen olmuştur. Bu tutar 31 Aralık 2013 tarihli TCMB USD/JPY çapraz kuru kullanılarak ABD Dolarına çevrilmiştir.

⁶ Thomson Reuters tarafından yayınlanan “Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2013” raporuna göre 2013 yılında Avrupa’da gerçekleşen sendikasyon kredisi tutarı 0,84 Trilyon ABD Doları olmuştur. ECB internet sitesinden yayınlanan verilere göre 2013 yılı sonu itibarıyla Avrupa Birliği ülkelerindeki bankaların toplam varlık tutarı 39,4 Trilyon Euro olmuştur. Bu tutar 31 Aralık 2013 tarihli TCMB EUR/USD çapraz kuru kullanılarak ABD Dolarına çevrilmiştir.

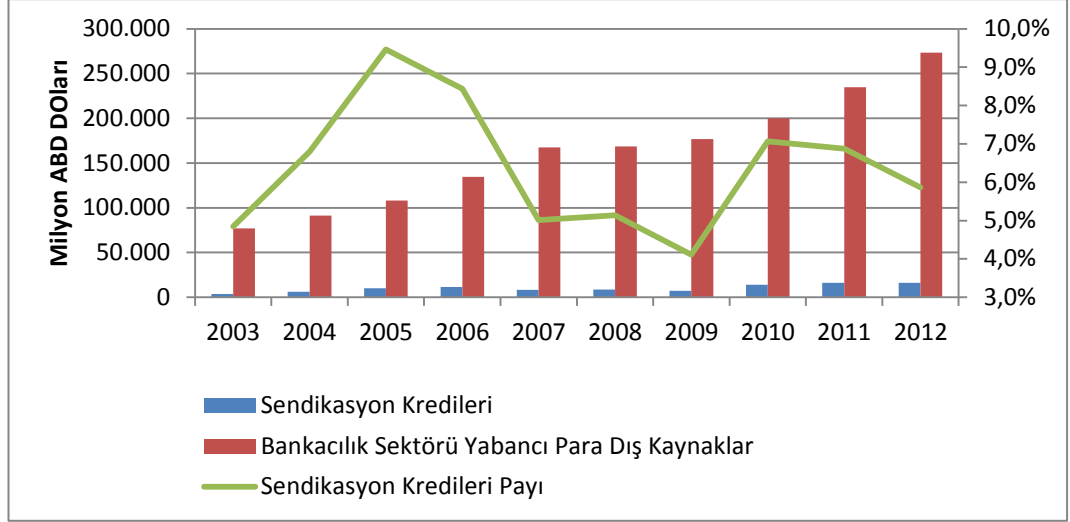
Bir finansman kaynağı olarak sendikasyon kredileri bankacılık sektörü toplam dış kaynakları⁷ ile karşılaştırıldığında benzer bir tablo ile karşılaşılmaktadır. Şekil 1.10'da görüldüğü üzere 2003-2012 yılları arasında sendikasyon kredilerinin bankacılık sektörünün toplam dış kaynakları içerisindeki payı %1,5 ile %3,9 arasında değişmektedir.



Şekil 1.10 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü Toplam Dış Kaynaklar

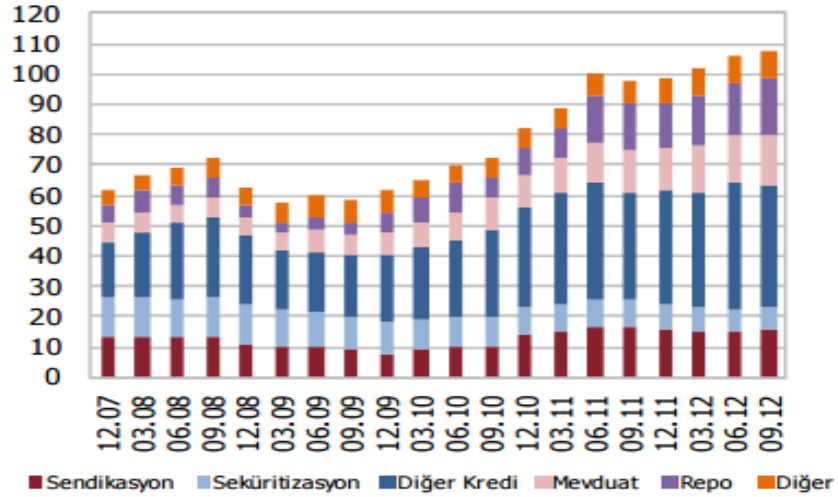
Sendikasyon kredilerinin Türk bankaları için bir yabancı para finansman kaynağı olmalarından yola çıkarak aynı karşılaştırma bankacılık sektörünün yabancı para cinsi dış kaynaklar toplamı ile yapıldığında, oranların %5,0 ile %9,5 arasında değiştiği görülmektedir. Şekil 1.11 sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sektörünün yabancı para fon kaynakları içerisindeki payının yıllara göre değişimini göstermektedir.

⁷ Toplam Dış Kaynaklar = Toplam Pasifler – Toplam Özkaynaklar



Şekil 1.11 Sendikasyon Kredileri ve Bankacılık Sektörü YP Dış Kaynaklar

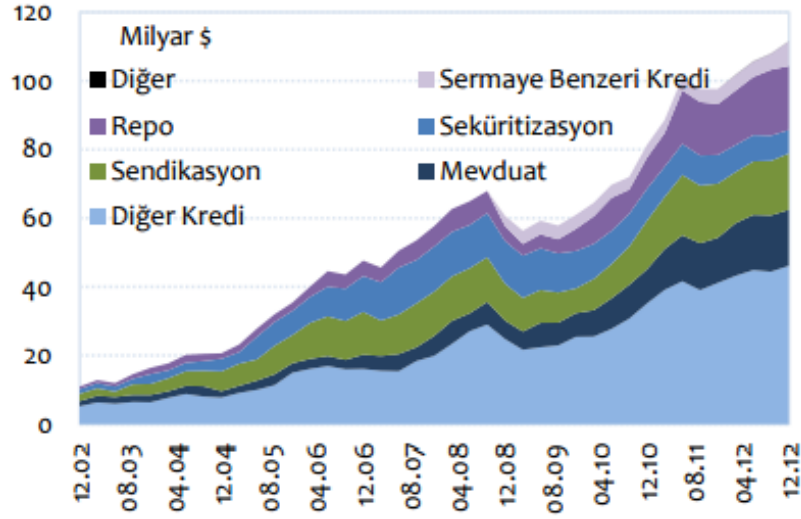
Benzer bir yaklaşımla Türk bankacılık sektörünün toplam yurtdışı yükümlülükleri içerisinde sendikasyon kredilerinin payının ne olduğu, Türk bankalarının alternatif olarak başka hangi yurtdışı fon kaynaklarından finansman sağladıklarının anlaşılabilmesi için TCMB tarafından ilki 2005 yılı Ağustos ayında hazırlanan ve yılda iki kez yayınlanmakta olan Finansal İstikrar Raporu'nda sunulan bilgilerden faydalanılmıştır. Şekil 1.12 12/2007-09/2012 döneminde Türk bankacılık sektörü toplam dış yükümlülüklerinin sendikasyon kredileri ve diğer fon kaynakları arasındaki dağılımı gösterilmektedir.



Kaynak: TCMB (2012)

Şekil 1.12 Yurtdışı Yükümlülüklerin Kompozisyonu (Milyar ABD Doları)

BDDK tarafından ilki 2006 yılı Mart ayında hazırlanan ve üç ayda bir yayınlanmakta olan Finansal Piyasalar Raporu'nda da sendikasyon kredileri ve diğer yurtdışı fon kaynaklarına yönelik benzer bilgilere ulaşmak mümkündür. Şekil 1.13 12/2002-12/2012 döneminde yurtdışı mali kuruluşlardan temin edilen fonların türlerine göre dağılımını ve yıllara göre değişimini göstermektedir.

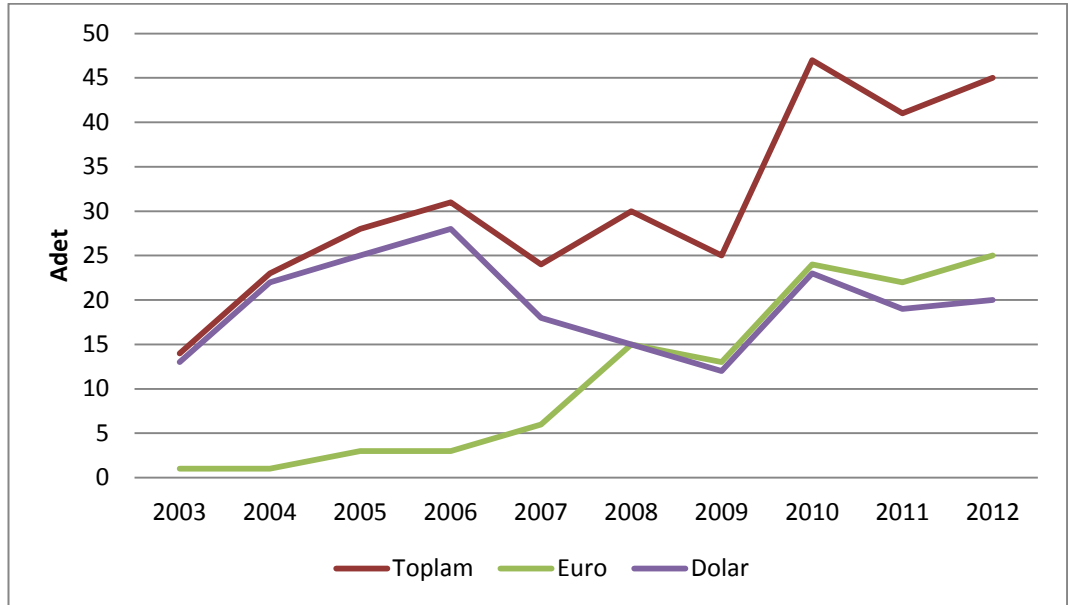


Kaynak: BDDK (2012)

Şekil 1.13 Yurtdışı Mali Kuruluşlara Olan Borçlar

Araştırma dönemi içerisinde Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan toplam sendikasyon kredisi adedine bakıldığında, 2003-2006 arası dört yıllık dönemde sürekli bir artış gözlenirken, 2006-2010 arasında iniş çıkışlı bir seyir göze çarpmaktadır. 2010 yılı, alınan kredi sayısı açısından da zirve yılı olmuştur. Bu yılda Türk bankaları 47 işleme imza atarken 2011 ve 2012 yıllarında imzalanan sözleşme sayısı sırasıyla 41 ve 45 olarak gerçekleşmiştir. Alınan kredilerin para cinsine göre dağılımına bakıldığında ise toplam 308 kredinin 195 adedinin ABD Doları, 113 adedinin ise Euro olarak alındığı görülmektedir. 2003-2007 yılları arasında kredi tutarında olduğu gibi adet olarak da piyasada ABD Doları egemenliği varken, bu durum 2008 yılından itibaren değişmeye başlamıştır. 2008 yılı ve sonrasında ABD Doları ve Euro cinsinden alınan kredi adetlerinin birbirlerine oldukça yakın olduğu görülmektedir. Bunun sebebi bankaların aynı sendikasyon kredisi sözleşmesinde ABD Doları ve Euro cinsi olmak üzere iki kredi dilimi üzerinden işlem yapmaya başlamış olmalarıdır. 2008 yılı sonrasında bankaları Euro cinsinden borçlanmaya iten

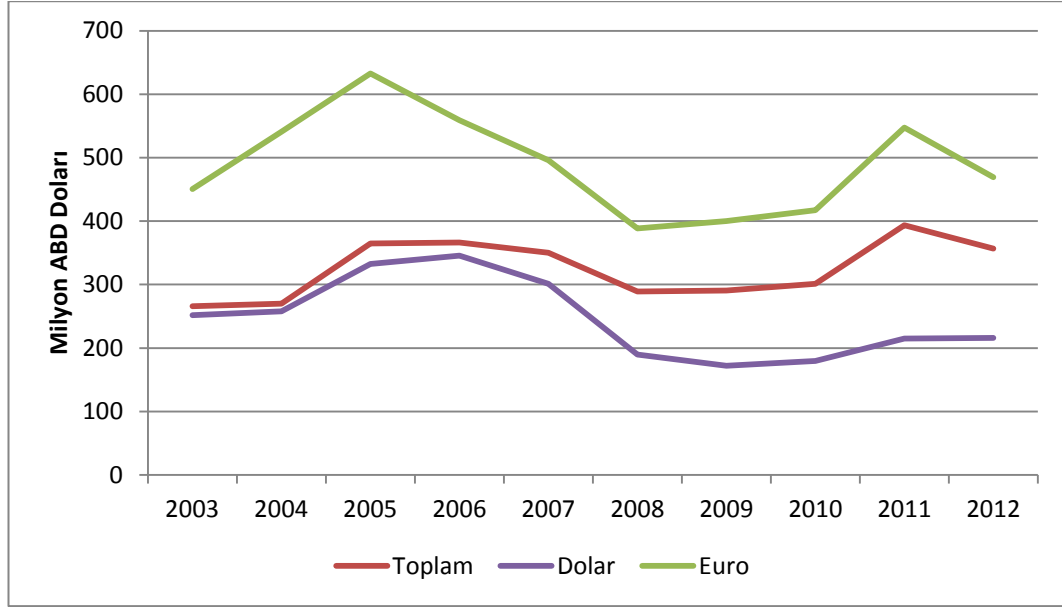
nedenlerden biri de sendikasyon grubunda yer alan borç verenlerin çoğunlukla Avrupa'da faaliyet gösteren bankalar olması gösterilebilir. Avrupa bankaları 2008 yılına kadar ABD bankalarından temin ettikleri dolar cinsi fonları Türkiye sendikasyon kredisi piyasasında satmakta zorlanmamakta idiler. Krizle birlikte ABD bankalarından dolar cinsi fon bulmakta zorluk yaşamaya başlayan Avrupa bankaları, mevduat tabanları olan Euro'ya dönüş yaparak Türk bankalarına Euro cinsi sendikasyon kredileri vermeye başlamışlardır. Dolayısı ile Türkiye sendikasyon piyasasında 2008 yılı sonrası artan Euro cinsi borçlanmanın bankaların kendi tercihi olmadığı, küresel piyasalardaki gelişmelerin bankaları bu tercihe zorladığı söylenebilir. Bu dönemde alınan sendikasyon kredilerinin toplam adedi ve yabancı para cinsine göre dağılımları Şekil 1.14'de gösterilmektedir.



Şekil 1.14 Sendikasyon Kredilerinin Adetleri

Araştırma dönemi içerisinde sendikasyon piyasasına katılan banka sayısının da işlem adedine benzer bir değişim izlediği görülmektedir. 2003 yılında 10 banka sendikasyon kredisi alırken bu rakam artarak 2007 yılında 17 bankaya yükselmiştir. 2009 yılı 8 banka ile en az bankanın işlem yaptığı yıl olurken, takip eden yıllarda kredi alan banka sayısı sırasıyla 15, 16 ve 17 olmuştur. Alınan kredilerin ortalama büyüklüğüne bakıldığında ise dönem içerisinde ortalama tutar 332 milyon ABD Doları olurken, bu rakam ABD Doları cinsinden alınan kredilerde 255, Euro

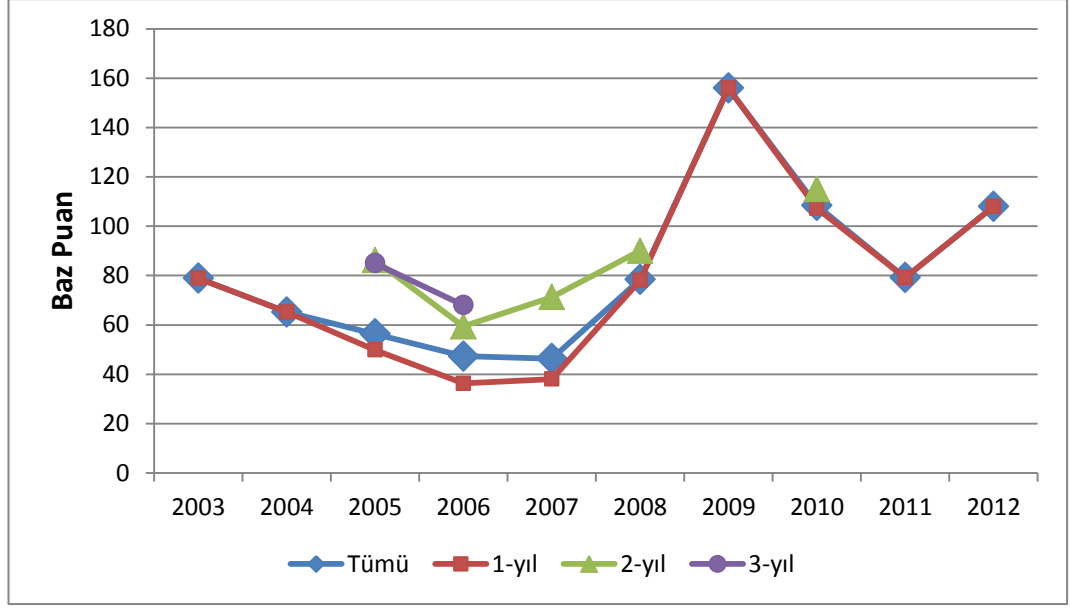
cinsinden alınan kredilerde ise 463 milyon ABD Doları olmuştur. Euro cinsinden alınan sendikasyon kredilerinin ABD Doları cinsinden alınanlara kıyasla daha yüksek tutarlı oldukları dikkat çekmektedir. Şekil 1.15 kredilerin ortalama tutarlarının yıllara ve yabancı para cinsine göre dağılımlarını göstermektedir.



Şekil 1.15 Ortalama Sendikasyon Kredisi Tutarları

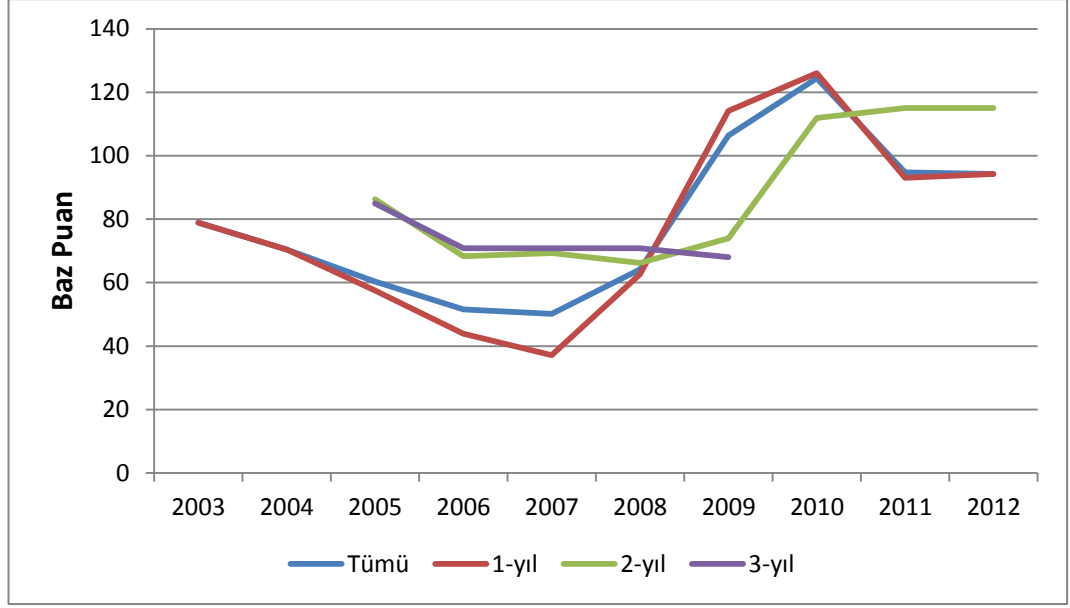
Araştırma dönemi içerisinde alınmış olan kredilerin *spread*lerine bakıldığında Tablo3.2’de de görüldüğü üzere en düşük *spread*in 20 baz puan, en yüksek *spread*in ise 225 baz puan olduğu görülmektedir. Dönem ortalaması 85,45, standart sapması ise 45,39 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Şekil 1.16 ortalama *spread*in kredilerin vadelerine göre yıllar içerisinde nasıl değiştiğini göstermektedir.⁸ 2003 yılından itibaren düşme eğiliminde olan oranların 2008 krizi ile birlikte yükselmeye başladığı, 2009 yılında yaklaşık 160 baz puan ile zirveye ulaşan ortalama *spread*in 2011 yılında 2003’teki seviyesine geri döndüğü görülmektedir. Şekil 1.16’da dikkat çeken bir diğer husus ise kredilerin açılış tarihleri baz alındığında, uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kredilerden daha yüksek *spread*e sahip olduklarıdır.

⁸ Her bir yıl için, o yıl içerisinde imzalanmış olan kredi sözleşmelerindeki *spread*lerin aritmetik ortalaması alınmıştır.



Şekil 1.16 Açılış Yıllarına Göre Sendikasyon Kredilerinde Ortalama Spread

Şekil 1.17’de ise her bir yıl için, o yıl içinde vadesi henüz dolmamış, açık olan kredilerdeki *spread*lerin aritmetik ortalaması alınmıştır. İki ve üç yıl vadeli sendikasyon kredilerinin ilk defa 2005 yılında alınmış olmaları nedeniyle 2005 öncesi için ortalama *spread* değerleri bulunmamaktadır. Üç yıl vadeli krediler ise en son 2006 yılında alınmış olduğu için 2009 sonrasında bu krediler için ortalama *spread* değeri hesaplanamamaktadır. Şekil 1.17, ortalama *spread*in kredilerin sadece imzalandıkları yıllarda değil, vadeleri süresince nasıl seyrettiği ile ilgili karşılaştırma yapma imkânı sunmaktadır. Kısa ve uzun vadeli kredilerin ortalama *spread*lerinde 2008 yılı öncesi ve sonrasında iki farklı durumun ortaya çıktığını görülmektedir. Kriz öncesi dönemde iki ve üç yıl vadeli kredilerin *spread*leri bir yıl vadeli kredilerinkinden daha yüksek iken, kriz sonrasında tam tersi olmuştur. Bu durum krizin iki ve üç yıl vadeli kredilerin alınmaya başlandığı 2005 ve 2006 yıllarında piyasalar tarafından öngörülemediği ve bankaların kriz öncesi düşük *spread*lerden aldıkları bir yıl vadeli kredileri kriz sonrasında çok daha yüksek oranlardan yenilemek zorunda kaldıklarını göstermektedir. 2006 yılında üç yıl vadeli sendikasyon kredisi alan bankalar ise bu durumdan karlı çıkmışlardır.



Şekil 1.17 Açık Sendikasyon Kredilerinde Ortalama Spread

1.11 İkincil Piyasalar

1.11.1 Gelişimi

Sendikasyon kredilerinin tarihsel gelişimi bölümünde detaylı bir şekilde bahsedildiği üzere bankaların verdikleri kredilerde riskin ölçümü ve fiyatlandırılması konusunda ileri düzeyde ve karmaşık teknikler kullanmaya başlamalarıyla sendikasyon kredileri finansal piyasalarda yeni bir varlık sınıfı olarak ortaya çıkmıştır. Emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların bu varlık sınıfını tahvil ve güvencesiz tahvillere (debentures) alternatif bir yatırım aracı olarak görmeleriyle birlikte sendikasyon kredilerine göstermiş oldukları talep ikincil piyasaların gelişmesinde önemli bir rol oynamış, oyuncu profilinin genişleyerek piyasaların derinleşmesine katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, kredi derecelendirmesi, kredi endekslerinin oluşturulması, kredi riski modellemesi gibi çalışmalar yapan ve piyasada bilginin artmasını sağlayan araştırma ve veri şirketlerinin bu piyasaya gösterdikleri ilginin artması da ikincil piyasaların gelişmesinde olumlu katkıları olmuştur. Birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin ve kullanılan dokümanların standartlaştırılması, piyasaya fiyat bilgilerinin sağlanması, taraflar arası bilgi alışverişinin düzenlenmesi, bilgi teknolojilerindeki ilerleme, oluşturulan teknolojik ağlar ile bilgi paylaşımının

kolaylaşması ve para piyasasında dijital işlemlerin gerçekleştirilebilmesi ikincil piyasaların gelişmesinde etkileri olan diğer gelişmelerdir.

Birincil piyasada verilen kredilerin sendikasyonu gerçekleştiren bankalar tarafından parçalara ayrılarak ikincil piyasalarda satılması özellikle 1990'lı yıllarda hızlı bir artış göstermiştir. Yago ve McCarthy (2004)'e göre 1991 yılında 8 Milyar ABD Doları olan ikincil piyasa işlem hacmi %1.700 artış ile 2003 yılında 145 Milyar ABD Dolarına ulaşırken piyasanın yıllık bileşik büyüme oranı %27 olmuştur. 1992 yılında uygulanmaya başlanan Basel I, ticari bankaları sahip oldukları bazı kredileri bilanço dışına taşıma zorunluluğuna itmiş ve sonuç olarak ikinci el piyasaların gelişmesinde önemli bir etki yapmıştır. Bu gelişme ile tahvil ihracı konularında daha tecrübeli olan yatırım bankalarının ikincil piyasalara olan ilgisi ve katılımı artmıştır (Nigro, Jones ve Aydoğdu 2010).

1.11.2 Katılımcılar

Sendikasyon kredilerinin ikincil piyasada alınıp satılabilmesi için öncelikle kredinin verilme aşamasında borçlu ile borç verenler arasında düzenlenen sözleşmesinin buna imkân vermesi gerekmektedir. Toplam kredinin ne kadarının ikincil piyasada alınıp satılabileceği, kredinin ikincil piyasalarda ne zaman işlem görmeye başlayabileceği gibi koşullar borçlunun ve borç verenin karşılıklı anlaşması ile kredi sözleşmesinde düzenlenir. “Kreditörlere daha işlem piyasaya çıkmadan ikincil piyasada satış antlaşması yapma imkânı verilebileceği gibi sendikasyon tamamlandıktan sonra da bu imkân tanınabilir. Ancak genel teamül, ikincil piyasa satışlarının birincil piyasa katılımını zedelememesi için satış izninin kreditörlere sendikasyon tamamlandıktan sonra verilmesi şeklindedir” (Çetintaş 2008: 50).

Gadanecz (2004) ikincil piyasadaki katılımcıları üç gruba ayırmaktadır: piyasa yapıcılar (market-makers), aktif yatırımcılar (active traders) ve daha az sıklıkla işlem yapanlar (occasional sellers/investors). Piyasa yapıcılar likiditenin sağlanması, piyasanın işleyişinin kolaylaştırılması gibi amaçlarla belirli alım satım yükümlülükleri bulunan katılımcılardır ve genelde büyük ölçekli ticari ve yatırım bankalarından oluşur. İkincil piyasaların en aktif katılımcıları yine ticari ve yatırım bankalarıdır. Banka olmayan finansal kuruluşlar ya da finansal olmayan kurumsal

yatırımcılar da ikincil piyasalarda işlem yapsalar dahi ticari ve yatırım bankaları kadar aktif değillerdir. Bu tür katılımcıların ikincil piyasada alım satım yapmalarının ana güdüsü portföy yönetimi ve yüksek kar elde etmektir, dolayısı ile riski ve getirisi yüksek olan kredileri alıp satmayı daha çok tercih ederler. Daha az sıklıkla işlem yapanlar grubundaki satıcılar genellikle uymak zorunda oldukları yasal düzenlemeler olan ya da maruz kaldıkları riski ve likiditeyi etkin bir şekilde yönetebilmek amacı ile bilançolarındaki kredilerin bir bölümünü elden çıkarmak isteyen bankalardan oluşur. Bu gruptaki alıcılar ise normal şartlarda tek başlarına ulaşamayacakları bölge, sektör ve firmalara bu kredileri ikincil piyasalarda satın alarak ulaşmayı ve bu şekilde risklerini dağıtabilmeyi hedefleyen daha küçük ölçekli bankalardan oluşur (Gadanecz 2004).

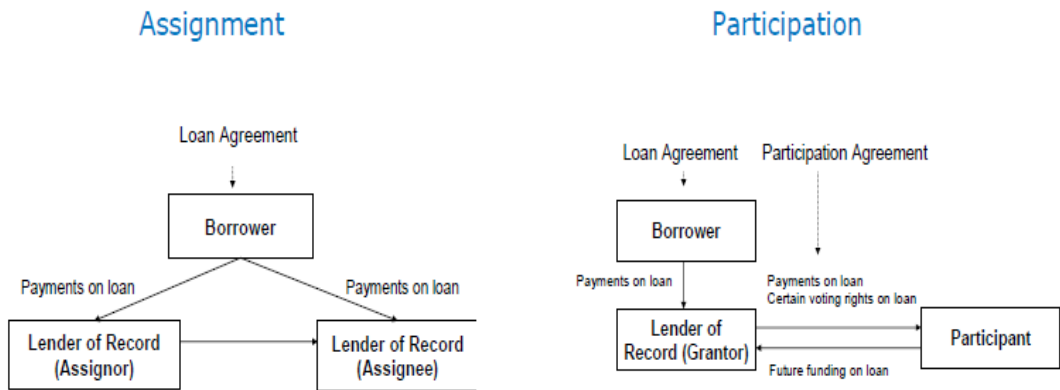
1.11.3 Amaç

Sendikasyon kredilerinin dilimler halinde ikincil piyasalarda alınıp satılması borç verenler açısından iki önemli amaca hizmet etmektedir: risk yönetimi ve sermaye, borç verme tavanı gibi uyulması gereken kanuni zorunlulukların yerine getirilmesi. İkincil piyasaların varlığı borç veren bankaların bu kredileri yukarıda belirtilen amaçlarla bilançolarından çıkarmalarını ya da yeni kredileri bilançolarına dâhil etmelerini sağlamaktadır. “Katılım tutarlarının yüksek olduğu işlemlerde borçlunun riskini almaya gönüllü olan ancak limitleri elvermeyen kreditörler ikincil piyasada alım yapma imkânına böylelikle sahip olabilirler. Borçlu için işlemin temlik edilebilir nitelikte olması, birincil piyasa işlem maliyetlerinin düşürülmesinin yanı sıra borçlu tarafın aynı kreditörden yapabileceği diğer borçlanmalarında onun limitlerinin sıkışmasını önleyerek borçlanma kapasitesini arttırmasını sağlayabilecektir” (Çetintaş 2008: 50). İkincil piyasaların gelişimi sendikasyon kredilerine yeni bir boyut katmış ve bu kredilerin geleneksel kredi ve tahvil borçlanmalarının özelliklerini bir arada taşıyan, kendine has özellikleri ile ayrı bir yatırım aracı olarak ortaya çıkmalarını sağlamıştır. Sendikasyon kredilerinde ikincil piyasaların ortaya çıkması birincil piyasaların da gelişmesine katkıda bulunmuş ve yalnızca gelişmekte olan ülkeler değil, sanayileşmiş ülkelerdeki şirketler de çabuk elde edilebilen, esnek, kullanışlı, öz sermaye ve bonoya alternatif bir finansman aracı olan sendikasyon kredilerine yoğun ilgi göstermeye başlamışlardır.

1.11.4 İşlem Türleri

İkincil piyasada yapılan işlemler katılım (participations) ve devir (assignments) olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu iki işlem arasındaki farkların en önemlisi taraflar arasındaki sözleşmelerin niteliğidir. Katılım işleminde krediyi satan banka ile alan yatırımcı kurum arasında yeni bir anlaşma düzenlenir fakat bu anlaşma borçluyu bağlamaz, onun borç veren banka ile arasındaki anlaşma devam eder. Hatta borçlu almış olduğu kredinin bankası tarafından başka bir yatırımcıya satıldığından haberdar bile olmayabilir. Bu işlemin dezavantajı borçlunun iflas etmesi durumunda krediyi satın alan kurumun doğrudan bir alacak iddiasının mümkün olmamasıdır. Devir işleminde ise krediyi satın alan yatırımcı ile borçlu arasında bağlayıcı yeni bir sözleşme düzenlenir ve bu sözleşme daha önce borçlu ile kredi veren banka arasındaki sözleşmenin yerine geçer. Burada altı çizilmesi gereken nokta şudur ki bu sözleşmeler kredilerin ikinci piyasada satışları ile ilgilidir ve daha önce bahsettiğimiz kredinin ilk defa verilmesi sırasında borçlu ile sendikasyona katılan bankalar arasında düzenlenen ve tüm tarafları bağlayan ortak sendikasyon kredisi sözleşmesi ile ilgileri yoktur. Devir işleminde gerekli tüm dokümantasyon işleri acente banka tarafından yapılır ve taraflar arasındaki sözleşmelere de bağlı olarak borçlunun ve acente bankanın satış için onayı istenebilir.

Şekil 1.18 devir ve katılım işlemlerinde tarafların kimler olduğunu ve aralarındaki işlemleri göstermektedir.



Kaynak: LSTA

Şekil 1.18 İkincil Piyasalarda Devir ve Katılım İşlemleri

1.11.5 Alım-Satımı Belirleyen Faktörler

Sendikasyon kredilerinin ikincil piyasalarda alınıp satılmasını belirleyen faktörlerin neler olduğunu araştıran Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010), çalışmalarında kullandıkları değişkenleri borçluya, borç verene ve sözleşmeye özel faktörler olarak üç gruba ayırmaktadırlar.

Borçluya özel faktörler grubunda konuya borçluya ait sahip olunan bilgi miktarı açısından yaklaşmışlar ve bunun ölçülmesinde kredi derecelendirmesi ve halka açıklık değişkenlerini kullanmışlardır. Yazarlar kredi derecelendirmesine sahip ancak pay senetleri halka açık olmayan firmalara verilen kredilerin, hem kredi derecelendirmesine sahip hem de halka açık firmalara verilen kredilere kıyasla ikincil piyasalarda daha fazla işlem gördüğü sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre, bu sonuç son dönemde sendikasyon kredileri piyasalarında gerçekleşen bilgideki artışının yarattığı olumlu etki sadece kredi derecelendirmesine sahip borçlular üzerinde daha etkili olduğunu göstermektedir. Hem kredi derecelendirmesine sahip hem de halka açık firmalara verilen kredilerin daha az işlem görmesini ise bu firmalara ait yüksek miktarda bilginin piyasada zaten var olduğu, yatırımcıların bu firmaları halka açık olmayanlara kıyasla daha az riskli ve daha az getirili olarak değerlendikleri ve bu sebeple daha az işlem gördükleri şeklinde yorumlamışlardır. Yazarlara göre elde ettikleri sonuçlar ikincil piyasalarda alım satım yapan kurumsal yatırımcıların, haklarında daha az ve şeffaf olmayan (opaque) bilgilere sahip olunan firmalara verilmiş olan yüksek riskli ve yüksek getirili kredileri tercih ettiklerini göstermektedir. Borçlunun faaliyet gösterdiği sektörün de kredinin alınıp satılmasında etkili bir faktör olduğu sonucuna ulaşan yazarlar örnek olarak madencilik sektöründe faaliyet gösteren firmalara verilen kredilerin ikincil piyasalarda alım satımının daha olası olduğunu belirtmişlerdir.

Borç verenin özellikleri olarak düzenleyici kurumun türü ve sahip olduğu itibarın etkilerini araştıran Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010), çalışmalarında ister banka ister banka dışı finansal kuruluş olsun, daha aktif ve daha itibarlı kurumlar tarafından düzenlenen kredilerin daha çok alınıp satıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç daha önce yapılan ve düzenleyici bankaların sendikasyon kredileri üzerinde bir itibar etkisi yarattığı sonucuna ulaşan çalışmaları desteklemektedir (Dennis ve

Mullineaux (2000), Lee ve Mullineaux (2004), Do ve Vu (2010), Gopalan, Nanda ve Yerramilli (2007), McCahery ve Schwienbacher (2009), Ross (2010), Panyagometh ve Roberts (2010), Godlewski, Sanditov ve Burger-Helmchen (2012)). Yazarlar kredileri düzenleyici kurumun türüne göre incelediklerinde ise banka olmayan finansal kuruluşlar tarafından verilen kredilerin bankalar tarafından verilen kredilere göre daha sıklıkla alınıp satıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar bu sonucu banka dışı finansal kuruluşların uymak zorunda oldukları sermaye düzenlemelerinin bankalar kadar çok olmaması ve bu kurumların son yıllarda ikincil piyasalarda çok daha fazla yer almaları ile açıklamışlardır. Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010)'un elde ettiği bir başka sonuç ise katılımcı sayısının daha fazla olduğu sendikasyon kredilerinin ikincil piyasalarda daha çok alınıp satıldığıdır. Yazarlara göre katılımcı sayısı arttıkça grupta ikincil piyasalar ile bağı olan bir bankanın sendikasyona dâhil olma olasılığı artmakta ve bu da kredinin ikincil piyasalarda satışını kolaylaştırmaktadır.

Kredi sözleşmesine ait özellikler grubunda ise vade, tür, tutar, kullanım amacı, fiyat gibi değişkenler kullanan Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010), daha uzun vadeli ve daha yüksek tutarlı kredilerin ikincil piyasalarda daha fazla alınıp satıldığını ortaya koymuşlardır. Bu sonuç yüksek tutarlı kredilerin daha büyük ve daha şeffaf borçlulara verilmelerinden dolayı daha az risk taşınması ve bu sebeple daha kolay alınıp satılması beklentisini karşılamaktadır. Benzer şekilde uzun vadeli kredilerin daha güvenilir ve daha az izleme gerektiren düşük riskli firmalara kullandırıldığı varsayımına dayanarak uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kredilere göre daha az riskli olarak değerlendirildikleri ve bu sebeple daha kolay alınıp satılabilen krediler oldukları beklentisini de karşılamaktadır. Kullanım amaçları olarak bakıldığında borç geri ödeme, firma satın alma (takeover activity) ve kaldıraçlı firma satın alma işlemleri için verilen krediler daha çok, genel kurumsal amaçlı verilen krediler daha az tercih edilmektedir. Yazarlar bu tür kredilerin genel kurumsal amaçlı verilen kredilere göre çok daha riskli olduğunu belirtmişler ve elde ettikleri sonucun ikincil piyasada işlem yapan kurumsal yatırımcıların riski ve getirisi yüksek kredileri alıp satmayı tercih ettiklerini gösterdiğini belirtmişlerdir. Fiyat faktörünün de bir kredinin ikincil piyasalarda işlem görmesinde etkili olduğunu belirten Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010), yüksek getiri arayışı içinde olan

yatırımcıların yüksek kaldıraçlı kredileri (highly levered) kaldıraçlı kredilere (levered) kıyasla daha fazla tercih ettiklerini, getirisi düşük olan kaldıraçsız (non-levered) kredilerin ise çok daha az alınıp satıldığını ortaya koymuşlardır. Kredi türleri olarak bakıldığında ise vade sonunda genellikle tümü kullanılan vadeli krediler daha fazla, tamamı kullanılmayan rotatif tür krediler ise daha az alınıp satılmaktadır. Son olarak kredinin teminatlı olup olmamasının etkisi üzerinde duran yazarlar, teminatlı (colleateralized) kredilerin ikincil piyasadaki kurumsal yatırımcılar tarafından daha güvenli ve düşük riskli olarak algılandığını ve bu sebeple daha fazla işlem gördüğünü belirtmişlerdir.

İKİNCİ BÖLÜM

2 LİTERATÜR TARAMASI

Sendikasyon kredilerinde *spread*ın nasıl belirlendiğine yönelik yapılan çalışmalarda borçluya özel etkenlere ek olarak küresel piyasalardaki değişikliklerin ve borçlunun faaliyet gösterdiği ülkedeki makroekonomik koşulların etkisinin de araştırıldığı görülmektedir. Ayrıca, kredi sözleşmesine özel koşullar ve sendikasyon grubunun yapısı da etkisi araştırılan diğer etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde, sendikasyon kredileri literatüründe *spread*i belirleyen etkenlerin neler olduğuna yönelik yapılan araştırmalardan elde edilen sonuçlara yer verilmektedir. Sonuçlar araştırma yöntemine paralel olarak küresel, makroekonomik, borçluya özel, sözleşmeye özel ve sendikasyon grubunun yapısına dair etkenler olmak üzere beş alt grupta sunulmuştur.

2.1 Küresel Etkenler

Uluslararası ticaretin önündeki engellerin kaldırılması, gelişmiş ülkelerdeki firmaların üretim faaliyetlerini maliyetlerin daha düşük olduğu az gelişmiş ülkelere kaydırmaları gibi sebeplerle dünya ekonomisi hızlı bir küreselleşme sürecine girmiştir. Küreselleşen dünya ekonomisi ile birlikte uluslararası ticaretin finansmanı, ülkeler arası para transferleri gibi ihtiyaçlar artmış, yaşanan teknolojik gelişmelerin de desteği ile finansal piyasalar gittikçe daha entegre bir hale gelmişlerdir. Bu gelişmeler sonucunda özellikle ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ekonomilerde yaşanan krizler ve krizlerle mücadelede kullanılan araçlar dünya ile entegre olmuş ülke ekonomilerini de doğrudan ya da dolaylı yollarla etkiler hale gelmiştir. Uluslararası bir borçlanma aracı olan sendikasyon kredileri piyasalarının da küresel ekonomik şartlardaki değişimlerden etkilenmemesi mümkün değildir. Bu gerçek ışığında, araştırmacılar yaptıkları çalışmalarda küresel ekonomi kaynaklı etkenleri de

analizlerine dâhil etmişlerdir. Bu bölümde gerek sendikasyon kredisi gerekse diğer finansal piyasalar ile ilgili yapılan araştırmalarda küresel ekonomik durumu yansıtan değişkenlerin neler olduğuna ve bu değişkenlerin kredi faiz oranlarını ne şekilde etkilediklerine dair elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

2.1.1 Likidite

Literatürdeki çalışmalarda küresel likidite ölçüsü olarak uzun vadeli faiz oranlarının kullanıldığı görülmektedir. “Örneğin Gertler ve Lown (1999), Mody ve Taylor (2003, 2004), yüksek getiri aralığına sahip ABD 10 yıllık hazine tahvillerinin aynı zamanda küresel risk faktörü ve ABD ekonomisindeki gelişmeleri de içerdiğini vurgulamaktadır” (İmer-Ertunga 2009: 36). Eichengreen ve Mody (2000) ve Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati (2008) gelişmekte olan ülkelerin borçlanma oranları üzerine yaptıkları çalışmalarında küresel likiditeyi ölçmede 10 yıllık ABD tahvillerinin getirisini kullanmışlardır. Sendikasyon kredilerinin ikincil piyasalardaki fiyatlarını belirleyen faktörlerin neler olduğunu araştırdıkları çalışmalarında Boehmer ve Megginson (1990), 10 yıllık ve 30 yıllık ABD tahvil oranlarını kullanmışlar ve her ikisinin de istatistiksel olarak anlamlı olmadıkları sonucuna ulaşmışlardır. Coleman, Esho ve Sharpe (2006) ise 10 yıllık ABD tahvil getirilerindeki volatilitenin *spreadi* belirlemede anlamlı bir değişken olmadığını belirtmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetlerini hesaplamada ABD tahvillerinin risksiz borçlanma araçları olarak değerlendirilmeleri içsellik (endogeneity) yönünden eleştirilebilir (Alper 2006).

Literatürde gelişmiş ülkelerdeki kısa vadeli faiz oranlarının da küresel likidite ölçüsü olarak kullanıldığı birçok çalışma bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşük olması gelişmekte olan piyasalardaki borçlanma araçlarına olan talebi arttıracaktır (Kamin ve Kleist 1999; Sy 2002). Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyeti ve borç yükünü azaltarak geri ödeme kabiliyetlerine ve kredi notlarına olumlu katkıda bulunacaktır (Kashiwase ve Kodres 2005). Bu yaklaşıma paralel olarak Boubakri, Cosset J-C. ve Smaoui (2009) küresel likidite ölçüsü olarak üç aylık ABD bonosu faiz oranlarını kullanmışlar ve gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetleri ile üç aylık ABD bonosu faiz oranları arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Gelişmiş ülkelerdeki kısa vadeli

faizlerin küresel likidite ölçüsü olarak kullanılması IMF tarafından da benimsenmiş ve 2004 yılında yayınlanan Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda (Global Financial Stability Report) üç aylık ABD Doları LIBOR oranı küresel likidite ölçüsü olarak kullanılmıştır. Benzer şekilde Coleman, Esho ve Sharpe (2006) 3-aylık, Angbazo, Mei ve Saunders (1998) ve Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati (2008) 6-aylık, Boehmer ve Megginson (1990) 1-yıllık ABD Doları LIBOR oranlarını kullanmışlardır.

IMF, LIBOR ya da Federal Fon Oranı⁹ gibi faiz oranlarının mevcut ekonomik şartlar altında belirlenmeleri ve bu oranların geleceğe yönelik beklentileri yansıtılmaları sebebi ile küresel likiditeyi ölçmede yeterli olmayacakları eleştirilerini dikkate almış ve 2006 Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda küresel likidite ölçüsü olarak üç ay vadeli federal fon oranları vadeli işlem sözleşmesi oranını (three-month ahead federal funds futures rate) kullanmıştır (Alper 2006).

Sendikasyon kredileri ile ilgili olarak yapılan çalışmalardan Coleman, Esho ve Sharpe (2006) 3-aylık ABD Doları LIBOR oranı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyarlarken, Boehmer ve Megginson (1990) 1-yıllık ABD Doları LIBOR oranının sendikasyon kredilerinin ikincil piyasadaki fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Literatürde küresel likidite ölçüsü olarak kullanılan değişkenlerden biri de vade farkıdır (term premium). 10 yıllık ve 1 yıllık ABD tahvil oranları arasındaki fark alınarak hesaplanan bu değişkenin kullanıldığı çalışmalardan Eichengreen ve Mody (2000), vade farkının sendikasyon kredilerinin *spread*leri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Coleman, Esho ve Sharpe (2006) vade farkının, getiri eğrisinin (yield curve) eğimini yansıttığını belirtmişler ve *spreadi*

⁹ABD'de finansal kurumların gecelik bazda borçlanmalarını gerçekleştirdikleri piyasa faiz oranıdır. Para politikası uygulamasında temel gösterge niteliğinde olduğundan ABD Merkez Bankası'nın yakın gözetimi altındadır. ABD Merkez Bankası bu piyasada oluşan günlük "Federal Funds Rate" lerin kendi açıkladığı orana uygun seyretilmesi amacıyla açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadaki günlük rezerv (kullanılabilir fon) miktarını ayarlar. Örneğin, bu piyasada oluşan faizler kendi hedef oranın altında ise, diğer bir deyişle piyasada fon fazlası varsa, bu miktarı açık piyasa işlemleri ile piyasadan çeker (TCMB Terimler Sözlüğü).

düşürücü bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Do ve Vu (2010) ise bu çalışmaların aksine vade farkı ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü olduğunu tespit etmişler ve elde ettikleri sonucun Dennis, Nandy ve Sharpe (2000) ile uyumlu olduğunu belirtmişlerdir.

2.1.2 Volatilité

“VIX, Chicago Board of Exchange (CBOE)’de işlem gören, 30 gün vadeli (put ve call) opsiyonlarının örtük volatilitelerinden oluşturulmuş bir endekstir. S&P 500 hisse opsiyon fiyatlarını kullanan VIX, opsiyon fiyatlarının piyasa volatilitesi ile ilişkisinden yola çıkarak, piyasanın "beklenen volatilitesi" ni ölçmektedir” (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı). Tanımından da anlaşılacağı üzere VIX’in literatürdeki çalışmalarda küresel volatilitéyi ölçen bir değişken olarak sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmalardan Eichler (2014) VIX ile gelişmekte olan ülkelerin Euro-tahvil fiyatları arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit ederken, Alper (2006) ABD’nin uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin borçlanmaları üzerindeki etkilerini araştırmış ve volatilité ölçüsü olarak kullandığı VIX’in Euro-tahvil fiyatlarındaki değişimleri açıklamada anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ağca ve Celasun (2012) gelişmekte olan ülkelerde kamu borçluluğu ile özel sektörün borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi sendikasyon kredileri üzerinden incelemişler ve çalışmalarında VIX’in kamu borçluluk oranı ile birlikte etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuşlardır. Nyborg ve Östberg (2014) bankalar arası para piyasasındaki likiditenin diğer finansal piyasalar ile ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında VIX’i piyasalar genelinde riski ölçen bir değişken olarak kullanmışlar ve volatilitédeki artışın bankalar arası piyasada satışlara neden olarak likiditenin sermaye piyasalarına geçişine yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır. Boubakri, Cosset J-C. ve Smaoui (2009), VIX’in literatürde yatırımcıların küresel risk iştahlarını belirleyen bir değişken olarak kullanıldığını belirtmişler ancak araştırmalarında gelişmekte olan ülkelerin Euro-tahvil fiyatlarını belirlemede etkili olmadığı sonucunu elde etmişlerdir. Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati (2008) ise analizlerinde VIX’i 10 yıllık ABD tahvillerine alternatif olarak kullanmışlar ve her iki değişken ile gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir.

2.1.3 Kredi Riski

Kredi piyasalarındaki riski ölçümlemede kullanılan değişkenlerden biri de risk taşıyan bir borçlanma aracı ile risksiz olarak değerlendirilen bir borçlanma aracı arasında oluşan faiz oranı farkıdır. Literatürde bu amaçla sıklıkla kullanılan değişkenlerden biri de TED Spread oranıdır. TED Spread 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı ile 3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Artan TED Spread, piyasalarda kredi riskinin arttığının bir işareti olarak algılanmakta ve yatırımcıların daha güvenli yatırım araçlarını tercih etmeye başlayacakları şeklinde yorumlanmaktadır. LIBOR' un bankaların birbirlerine borç vermede kullandıkları bir faiz oranı olmasından dolayı, TED Spread kredi riskine ek olarak iyi bir likidite ölçüsü olarak da kabul edilmektedir. Eichler (2014) artan TED Spread oranlarının gelişmekte olan ülkelerin temerrüt riskini artırdığı sonucuna ulaşırken, Nyborg ve Östberg (2014) TED Spread ile ölçtükleri bankalar arası para piyasası likiditesindeki sıkışmanın sermaye piyasalarında daha likit olan hisse senetlerindeki işlem hacimlerinin artmasına sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Papanikolaou ve Wolff (2014) bankacılık sektöründe bilanço ve bilanço dışı hesapları kullanarak belirledikleri on farklı kaldıraç oranının ABD emlak piyasasında başlayıp tüm dünyaya yayılan krizdeki rolünü araştırdıkları çalışmalarında sistemik riski ölçmede aralarında TED Spread Oranı ve VIX'in de bulunduğu beş farklı değişkeni kullanmışlar ve hem bilanço hem de bilanço dışı kaldıraç oranlarındaki artışın bankaların riskini arttırarak finansal şoklara karşı daha hassas ve savunmasız kalmalarına neden olduklarını belirlemişlerdir.

2.1.4 Gelişmekte Olan Piyasalar Riski

Özellikle gelişmekte olan piyasalar üzerine yapılan çalışmalarda bu ülkelere yönelik risk algısını ölçmede kullanılan değişkenlerden biri de JP Morgan tarafından hazırlanan EMBI+¹⁰ ve EMBI+ Spread¹¹ olmuştur. “Örneğin Cığırli (2006), küresel

¹⁰ EMBI+ JP Morgan'ın gelişmekte olan 18 ülke tarafından ABD Doları cinsinden çıkarılmış en likit borçlanma araçlarını bir araya getirerek oluşturduğu bir endekstir. Bir ülkenin bu endekse dahil olabilmesi için S&P veya Moody's derecelendirme şirketlerinden Baa1/BBB+ ya da daha düşük bir kredi notuna sahip olması gerekmektedir. Endekse dahil edilecek borçlanma aracının ise endekse alındığı tarihte vadesine en az 2 ½ yıl kalmış olması ve en az 500 milyon ABD Doları nominal değere sahip olması ve bazı likidite testlerinden geçmiş olması gerekmektedir.

¹¹ EMBI+ Spread ise EMBI+'a dahil olan tahviller ile 10 yıllık ABD tahvilleri arasındaki getiri farkını göstermektedir. 10 yıllık ABD tahvili risksiz bir yatırım aracı olarak değerlendirildiğinde bir ülkenin EMBI+ Spread'i o ülkenin risk primi olarak değerlendirilmektedir.

göstergeler kapsamında Türkiye'nin ülke riskini belirlerken Euro-tahvil fiyatları yerine EMBI+ Spread'i tercih etmiştir" (İmer-Ertunga 2009: 43). "Özatay vd. (2008), JP Morgan Gelişen Ülkeler Tahvil Endeksi Artı'yı (EMBI+) ele almakta; gelişen ülkeler arasındaki farkları, küresel mali durumları (global financing conditions) ve ABD'den gelen makroekonomik haberlerin yayılmasını panel veri tahminleri ile incelemektedir" (İmer-Ertunga 2009: 9). Alper (2006) ABD para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin Euro-tahvil fiyatları üzerindeki etkilerini araştırdığı analizine EMBI+ günlük değerlerinin aylık ortalamasını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Eichler (2014) ise gelişmekte olan ülkelerin Euro-tahvil fiyatlarını belirleyen politik etkenleri araştırdığı çalışmasında ilgili yıl için EMBI+ yılsonu değeri ve yıllık ortalama değerlerini bağımlı değişken olarak kullanmıştır.

Literatürde kullanılan benzer bir değişken de yine JP Morgan tarafından hazırlanan EMBIG¹² dir. Ağca ve Celasun (2012) gelişmekte olan ülkelerde EMBIG ve kamu sektörü dış borcu değişkenlerinin özel sektör tarafından alınan sendikasyon kredilerinin oranları üzerindeki ortak etkilerinin anlamlı ve pozitif işaretli olduğunu ortaya koymuşlardır. Boubakri, Cosset J-C. ve Smaoui (2009) gelişmekte olan ülkelerde özelleştirmenin tahvil fiyatları üzerindeki belirleyici etkilerini araştırdıkları çalışmalarında bağımlı değişken olarak EMBIG'i tercih etmişlerdir. Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati (2008) benzer şekilde modellerinde EMBIG verilerini kullanmışlar ve gelişmekte olan ülkelerin tahvil fiyatlarındaki değişmelerin büyük ölçüde likidite, risk iştahı gibi küresel değişkenler tarafından belirlendiği sonucuna ulaşmışlardır.

¹² EMBIG, EMBI+'a kıyasla daha fazla ülke ve borçlanma aracının dahil edildiği bir endekstir. Endekste gelişmekte olan 27 ülke tarafından çıkarılan 128 farklı borçlanma aracı bulunmaktadır. EMBI+'tan en önemli iki farkı endekse dahil edilecek ülkelerin ve borçlanma araçlarının seçim kriterleridir. Bir ülkenin EMBIG'ye dahil olabilmesi için EMBI+'da aranan kredi notu zorunluluğu kaldırılmış, onun yerine Dünya Bankası tarafından düşük ya da orta gelirli ülke olarak sınıflandırılması ya da son on yıl içerisinde iç veya dış borç yapılandırılmasına gitmiş olması ya da endekse dahil olduğu tarihte iç veya dış borç yapılandırılması yapmış olması kriteri getirilmiştir. EMBIG endeksine dahil edilecek borçlanma araçlarının seçiminde ise vadesine en az 2 ½ yıl kalmış olması ve en az 500 milyon ABD Doları nominal değere sahip olması şartları korunurken likidite testlerinden geçmiş olma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bunun yerine borçlanma aracının günlük fiyat verilerinin olması yeterli görülmüştür. Bu değişiklikler ile EMBIG EMBI+'a kıyasla daha az likit borçlanma araçlarını da kapsar hale gelmiştir.

2.2 Makroekonomik Etkenler

Makroekonomik değişkenler hem kamu hem de özel sektörün borçlanma maliyetlerini belirlemede önemli rol oynamaktadır. Sendikasyon kredilerinde *spread* belirleyen faktörlerin araştırıldığı çalışmalarda makroekonomik değişkenlerin büyüme, borçluluk ve ödeme gücü, likidite, kurlar ve dış ticaret gibi farklı başlıklar altında değerlendirildikleri görülmektedir. Altunbaş ve Gadanez (2004) 1993-2001 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere verilen 5.000'den fazla sendikasyon kredisini incelemişler ve modellerine borçlunun ülkesindeki makroekonomik değişkenler eklendiğinde kredi sözleşmesiyle borç veren ya da borçluya ait mikroekonomik faktörlerin etkisinin azaldığını ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre bu sonuç borç veren kurumların kredi fiyatlaması yaparken sadece mikro özellikleri değil borçlunun ülkesindeki makroekonomik koşulları da dikkate aldıklarını göstermektedir. Bu bölümde makroekonomik değişkenler alt başlıklar halinde ele alınmış ve her bir değişkenin *spread* üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalara yer verilmiştir.

2.2.1 Büyüme

Ülkelerin zenginlik ölçüsü olarak da değerlendirilen ekonomik büyümenin *spread* üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar benzer sonuçlar sunmaktadır. Eichengreen ve Mody (2000) ekonomik büyümenin borçluların geri ödeme kapasitelerini artırarak kredi oranları üzerinde düşürücü bir etki yarattığını ortaya koyarlarken, Altunbaş ve Gadanez (2004) benzer şekilde yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip ülkelerdeki borçluların daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini belirtmişlerdir. Christodoulakis ve Olupeka (2010) 1990-2008 yılları arasında yirmi üç Avrupa ülkesinde 10 farklı sektörde verilen toplam 2.102 sendikasyon kredisini incelemişler ve literatürdeki sonuçlara paralel olarak faiz oranları ile ülkelerin reel büyüme oranları arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu sonucuna ulaşmışlardır. Ağca ve Celasun (2012) ise analizlerine ekonomik büyümedeki volatilitiyi dâhil etmişler ve reel büyümedeki volatilitenin özel sektör tarafından alınan sendikasyon kredi oranlarını belirlemede önemli bir etken olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

2.2.2 Borçluluk

Sendikasyon kredi oranları üzerine etkisi en çok araştırılan makroekonomik faktörlerden biri de borçluluktur. Ülkelerin yüksek borçluluk oranlarının kredi riskini artırarak sadece kamunun değil aynı zamanda özel sektörün borçlanma maliyetlerini olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Bu etki iki farklı kanaldan gelişebilir. Bunlardan ilki yüksek borç oranlarına sahip ülkelerin ekonomik kriz ve şoklardan olumsuz etkilenme olasılığının daha yüksek olması ve yatırımcılar tarafından yüksek riskli ülkeler olarak değerlendirilmeleridir. Yatırımcılar bu tür ülkelere borç verirken daha yüksek risk primi talep edecek ve daha yüksek oranlardan borç vereceklerdir. Bir diğer kanal ise dışlama etkisi (crowding-out effect) yolu ile olacaktır. Kamunun borçlanma ihtiyacı nedeni ile piyasada var olan fonlara göstereceği yüksek talep faiz oranlarının artmasına sebep olarak özel sektörün de borçlanma maliyetlerini yukarı çekecektir. Ağca ve Celasun (2012) kamu borçluluk oranlarının özel sektörün borçlanma maliyetleri üzerindeki etkilerini özel sektör tarafından alınan sendikasyon kredileri üzerinden araştırmışlar ve kamu sektörünün iç borçları ile özel sektör borçlanma maliyetleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, yazarlar kamu dış borcu ile sendikasyon kredi oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu ve kamu dış borçlarındaki ortalama bir standart sapma artışın sendikasyon kredilerinin maliyetini ortalama %9 arttırdığını ortaya koymuşlardır. Ülkelerin dış borç oranları ile sendikasyon kredisi oranları arasındaki anlamlı bir ilişki olması sendikasyon kredilerinin uluslararası bir borçlanma aracı olması ile açıklanabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu kredileri kendi para birimleri yerine ABD Doları ve Euro cinsinden alıyor olmaları bu ülkelerin dış borç oranlarının etkisini daha da anlamlı kılmaktadır.

Dış borcun sendikasyon kredisi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda çoğunlukla kamu ve özel sektör borçlarının birlikte ele alındığı ve yapılan analizlerde ülkelerin borçluluk değişkeni olarak kamu ve özel sektör toplam dış borcunun gayrisafi yurt içi hasılaya oranının (Toplam Dış Borç/GSYH) kullanıldığı görülmektedir. Altunbaş ve Gadanez (2004) de araştırmalarında ülkenin toplam dış borcunu kullanmışlar ve sendikasyon oranları ile borçlanma arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre yüksek borç oranları temerrüt riskini artırarak kredi faizlerini

yükseltmektedir. Christodoulakis ve Olupeka (2010) ise literatürdeki çalışmalardan farklı olarak Dış Borç/GSYH oranı ile sendikasyon fiyatları arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Boehmer ve Megginson (1990) gelişmiş ülkelere verilen sendikasyon kredilerinin ikincil piyasalardaki fiyatlarını belirleyen faktörlerin neler olduğunu araştırdıkları çalışmalarında ülkelerin likiditelerinin değil borçluluklarının daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ülkelerin uzun vadede borçlarını geri ödeyebilme kapasitelerinin göstergesi olarak uzun vadeli borçların gayrisafi milli hasılaya oranını, dış borçlarını ödeyebilme kapasitelerinin göstergesi olarak da uzun vadeli borçların toplam ihracata oranını kullanan yazarlar her iki oranla kredilerin ikincil piyasadaki fiyatları arasında negatif bir korelasyon olduğunu tespit etmişlerdir.

2.2.3 Uluslararası Ticaret ve Rezervler

Dünya ekonomileri ile bütünleşmiş, serbest dış ticaret ve açık piyasa ekonomisi kurallarının geçerli olduğu ülkelerde, döviz kurları ve sahip olunan döviz miktarı gibi değişkenler ülke ekonomisinin tamamına olan etkileri nedeni ile büyük önem taşımaktadır. Entegrasyon dışı bağımlılığı arttırmakta, ekonomileri küresel ölçekte yaşanan krizler ve uluslararası sermaye hareketleri karşısında daha duyarlı ve kırılgan hale getirmektedir. Döviz kaynaklı krizler ise ekonominin geneline yayılarak ülkenin tüm makroekonomik göstergelerini olumsuz etkilemeleri açısından önem arz etmektedir. Döviz krizleri ile mücadelede merkez bankalarının sahip olduğu döviz rezervlerinin en önemli müdahale araçlarından biri olarak kullanıldığı görülmektedir. Yüksek miktarda dövizin ülkeyi terk etmesi dövize olan talebi artırarak ulusal para biriminin kısa sürede hızlı değer kaybına neden olmakta ve ekonomik dengeler üzerinde bir şok etkisi yaratmaktadır. Merkez bankaları gelen döviz talebini karşılayabilmek ve bu tür bir değer kaybını önleyebilmek için sahip oldukları döviz rezervlerini satarak piyasalara müdahale etmektedir. Bu bağlamda uluslararası rezervler aynı zamanda bir likidite ölçüsü olarak kabul edilmekte, ülkelerin kredibilitesi ve borçlanma maliyetleri üzerinde etkili olabilmektedir. Bu tür ülkelerde döviz giriş ve çıkışlarını belirleyen önemli etkenlerden biri de gerçekleştirdikleri ihracat ve ithalat tutarlarıdır. Bu alandaki performanslarının da borçlanma maliyetleri üzerinde uluslararası rezervler ile benzer bir etki yapması beklenmektedir.

Altunbaş ve Gadanecz (2004) gelişmekte olan ÷lkelerde verilen sendikasyon kredilerini inceledikleri çalışmalarında dış ticaret göstergelerini ekonomik açıklık başlığı altında değerlendirmiş, yüksek İthalat/İhracat ve İthalat/GSYH oranlarının ÷lkelerin dışa olan bağımlılığının arttığı anlamına geldiğini belirtmişlerdir. Analizlerinde İthalat/İhracat oranını kullanan yazarlar sendikasyon kredisi oranları ile İthalat/İhracat oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre bu durumun iki farklı sebebi olabilir. Bunlardan ilki gelişmekte olan ÷lkelere verilen sendikasyon kredilerinin sadece küçük bir kısmının bu ÷lkelerin dünya ticaretine katılmalarını desteklemesi, ikincisi ise gelişmekte olan ÷lkelerin gelişmiş ÷lkeler kadar dünya ticaretine entegre olmamalarıdır.

Gelişmekte olan ÷lkelere verilen sendikasyon kredilerinin incelendiği bir diğer çalışmada, Ağca ve Celasun (2012) ÷lkelerin uluslararası rekabetçiliği başlığı altında ele aldıkları Cari Açık/GSYH ve kur değişim oranları ile kredi faiz oranları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar ayrıca dış ticaret hadleri ve ihracattaki değişim oranlarının kredi maliyetlerini belirlemede etkili olmadıklarını ortaya koymuşlardır.

Christodoulakis ve Olupeka (2010) Avrupalı borçlulara verilen sendikasyon kredilerinde dış ticaret dengesinin sendikasyon kredi oranlarını belirlemede anlamlı bir değişken olmadığı ancak Rezervler/GSYH oranı ile kredi oranları arasında anlamlı ve negatif bir korelasyon olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarların elde ettiği bu sonuç, likidite ölçüsü olarak da kullanılan uluslararası rezervlerin ÷lkelere daha düşük oranlardan borçlanma imkânı sağladığını göstermektedir. Uluslararası rezervlerin sendikasyon kredi oranlarına etkisi açısından literatürde farklı sonuçlara ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır. Bunlardan Altunbaş ve Gadanecz (2004), Rezervler/GSYH oranı ile kredi oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlar ve elde ettikleri sonucun Gersovitz (1985)'in yüksek uluslararası rezerv seviyelerinin ÷lkelerin kredibilitesini düşürebileceği ve ÷lke risk primini arttırabileceği yaklaşımını (willingness-to-pay approach) doğruladığını belirtmişlerdir.

Makroekonomik faktörler sadece sendikasyon kredilerinin değil tüm borçlanma araçlarının maliyetleri üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu etkiyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülke devletleri tarafından ihraç edilen bono ve tahvillerinin faiz oranları üzerinden inceleyen oldukça geniş bir literatür bulunmaktadır (Avrupa ülkeleri için: Bernoth ve Erdoğan 2012, Gerlach, Schulz ve Wolff 2010, Gomez-Puig 2008, Hallerberg ve Wolff 2008, Codogno, Favero ve Missale 2003; Gelişmekte olan ülkeler için: Eichler 2014, Faria, Mauro ve Zaklan 2011, Boubakri, Cosset J-C. ve Smaoui 2009, Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati 2008, Jostova 2006, Alper 2006). Temel olarak ülkelerin temerrüt riski ile borçlanma maliyetleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koyan bu çalışmalarda ülkelerin temerrüt risklerini belirleyen faktörler arasında düşük ekonomik büyüme, yüksek borçluluk oranları, uluslararası rezervlerin düşüklüğü, kur değişim oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçların, makroekonomik faktörlerin sendikasyon kredilerinin maliyetleri üzerine etkilerini araştıran çalışmalardan elde edilen sonuçlar ile benzerlik arz ettiği görülmektedir. Elde edilen bu benzer sonuçlar, sendikasyon kredilerinin gerek kamu kurumları gerekse özel sektör tarafından kullanılan uluslararası bir finansman kaynağı olmaları ile açıklanabilir. Sendikasyon kredileri gelişmekte olan ülkeler tarafından genellikle ABD Doları ya da Euro gibi yabancı para cinsinden alınan, yüksek tutarlı ve ülkelerin döviz giriş-çıkışlarına etkisi olan bir borçlanma aracıdır. Bu özellikleri ile bono ve tahviller yolu ile yapılan dış borçlanmalar ile aynı etkiyi yaratmaktadırlar. Bu sonuç aynı zamanda sendikasyon kredilerinin zaman içerisinde geçirdikleri yapısal dönüşümün sonucu olarak ikili ilişkiler ile alınan klasik banka kredilerinden çıkıp daha karışık ve standart işlemlerin yapıldığı bono ve tahvil piyasalarından ayırt edilmekte zorlanan bir borçlanma aracı haline geldikleri görüşünü de desteklemektedir.

2.3 Borçluya Özel Etkenler

Her ne kadar bir grup banka tarafından veriliyor olsa da gerçekleştirilen işlemin temel niteliği olarak sendikasyon kredisi bir borç alıp-verme işlemidir. Bu bağlamda, borç talep eden kuruma ait özellikler işin doğası gereği kredi faiz oranının belirlenmesinde rol oynayan faktörlerin başında gelmektedir. Literatürdeki çalışmalarda borçluya özel değişkenlerin borç veren ve borçlu ile arasındaki bilgi

asimetrisi, borçlunun finansal durumu ve kredibilitesi, faaliyet gösterdiği sektör, sermaye yapısı gibi farklı etkenler üzerinden ele alındığı görülmektedir.

2.3.1 Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi temel olarak bir satış sözleşmesinde tarafların sözleşmeye konu olan mal ya da hizmet hakkında aynı seviyede bilgi sahibi olmamaları durumu olarak tanımlanabilir. Satıcının ürün ile ilgili sahip olduğu bilginin tümünü alıcı ile paylaşmadığı, bazı bilgileri kendisine sakladığı durumlarda taraflar arasında bilgi asimetrisi ortaya çıkmaktadır. Satıcının ürün ile ilgili olumsuz bilgileri kendisinden saklayacağını varsayan alıcı, satıcıya karşı bir güvensizlik oluşturur ve talep ettiği fiyatın ürünün ederi olmadığını düşünerek indirim talep edebilir ya da ürünü satın almaktan vazgeçebilir. Benzer durumu bir kredi satış sözleşmesi için düşündüğümüzde bankanın karşı taraf hakkında sahip olacağı bilgi, firmanın bankaya sunacağı ve firma hakkında halka açık olan bilgi miktarının toplamı ile sınırlı olacaktır. Firmanın kendisi hakkındaki bilginin tamamını banka ile paylaşmadığı durumlarda kredi işlemi ile ilgili olarak da asimetrik bilgi sorunu ortaya çıkacaktır. Banka, kredi işleminin gerçekleşebilmesi için firmanın kendisi ile ilgili olumsuz bilgileri saklayacağını ve özellikle mali durumunu olduğundan daha iyi göstermeye çalışacağını varsayarak firmaya karşı bir güvensizlik oluşturur ve vereceği kredi için asimetrik bilginin olmadığı duruma kıyasla daha yüksek fiyat talep edebilir ya da kredi vermektan vazgeçebilir. Bir bankanın asimetrik bilginin yüksek olduğu durumlarda borçludan daha yüksek fiyat talep etmesinin nedenlerinden biri de maliyettir. Bu tür borçlular için mevcut olan bilgi miktarı ve kalitesi yetersiz olduğu için bankanın kredi öncesi değerlendirme çalışması (due diligence) ve kredi sonrası izleme (monitoring) maliyetleri normal borçlulara göre daha yüksek olacaktır.

Sendikasyon kredileri ile ilgili yapılan araştırmalarda borçlu ve sendikasyon grubu arasındaki asimetrik bilginin borçlunun büyüklüğü, sahip olduğu maddi duran varlıklar, bağımsız bir derecelendirme kuruluşu tarafından verilmiş bir kredi notunun olup olmadığı ve pay senetlerinin halka açıp olup olmadığı değişkenleri ile ölçüldüğü görülmektedir. Bu bölümde, bu dört değişken kullanılarak gerçekleştirilen çalışmalardan elde edilen sonuçlara yer verilmektedir.

2.3.1.1 Borçlunun Büyüklüğü

Literatürde sendikasyon grubu ile borçlu arasındaki bilgi asimetrisini ölçmek için borçlunun büyüklüğü değişkenini kullanan çalışmalar, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla daha şeffaf oldukları ve büyük firmalara ait bilgilere ulaşmanın daha kolay olduğu varsayımına dayanarak firma büyüklüğü ile asimetric bilgi arasında negatif yönlü bir ilişki kurmaktadır. Firma büyüklüğünün ölçüsü olarak ise satışlar ve bilanço büyüklüğü olarak iki farklı değişken kullanıldığı görülmektedir. Sufi (2007), Lee ve Mullineaux (2004), Lee vd. (2010), Bosch ve Steffen (2011), Panyogometh ve Roberts (2010) asimetric bilgi ve sendika grubunun yapısı arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında firmaların büyüklüklerini satış rakamları ile ölçmüşlerdir.

Sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirleyen faktörler üzerine yapılan çalışmalarda da benzer bir yaklaşımla firma büyüklüğünün hem satış hem de bilanço büyüklüğü ile ölçüldüğü görülmektedir. Angbazo, Mei ve Saunders (1998), Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008), Ivashina (2009), Do ve Vu (2010) ve Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006), yüksek satış rakamlarına sahip firmaların daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini ortaya koyarken, Bharath vd. (2011), Saunders ve Steffen (2011), Haselmann ve Wachtel (2011), Champagne ve Coggins (2012), Lim, Minton ve Weisbach (2014), Kim, Surroca ve Tribo (2014) ve Ivashina (2009) firmaların bilanço büyüklükleri ile sendikasyon kredileri oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

2.3.1.2 Kredi Notu

Kredi notu olan firmalar bağımsız değerlendirmeden geçmiş, haklarında kaliteli ve tarafsız bilgi sahibi olunan, daha şeffaf firmalar olarak değerlendirilmektedirler. Bu sebeple, kredi notuna sahip bir firma ile borç veren arasındaki bilgi asimetrisi kaynaklı maliyetin daha düşük olması ve bunun kredi faiz oranına düşürücü yönde etki yapması beklenmelidir. Borçlunun kredi notuna sahip olup olmamasının *spread* üzerindeki etkisine dair yapılan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Do ve Vu (2010) ve Hubbard, Kuttner ve Palia (2002) çalışmalarında, kredi notu olmayan borçluların olan borçlulara göre daha

yüksek *spread* ile borçlandıklarını ortaya koyarken McCahery ve Schwienbacher (2010) tam tersi bir sonuca ulaşmışlardır. Araştırmalarında kredi notuna sahip olmayan firmalar ile yatırım yapılabilir sınıfın altında bir kredi notuna sahip firmaları karşılaştıran yazarlar ulaştıkları sonucu kredi notuna sahip olmayan firmaların diğer gruptakilere göre daha kaliteli olmaları ile açıklamışlardır. Saunders ve Steffen (2011) de benzer şekilde kredi notu olmayan firmaların yatırım yapılamaz seviyesinde notu olan firmalara kıyasla daha düşük *spread* ile borçlanabildiklerini ortaya koymuşlardır. Sufi (2009) bir firmanın kredi notu olmasının kendisi hakkında sınırlı bilgiye sahip olan yabancı bankalar ya da banka dışı kurumsal yatırımcılar gibi yeni finansman kaynaklarına ulaşmasını kolaylaştırdığını ve bunun sonucu olarak da kredi notu olan firmaların daha fazla borç kullanmayı tercih ettiğini ortaya koymuştur. Yazar aynı zamanda kredi notu olan firmaların yatırımlarında ve varlıklarında artış meydana geldiğini gözlemlemiştir. Bu sonuçlar kredi notuna sahip olmanın bir firmanın sermaye yapısı ve yatırım politikaları üzerinde etkileri olduğunu göstermektedir.

Literatürde borçlunun kredi notuna sahip olup olmamasına ek olarak sahip olduğu kredi notunun düşük ya da yüksek olmasının borçlanma maliyeti üzerindeki etkilerini sendikasyon kredileri üzerinden inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalar yüksek kredi notuna sahip borçluların daha düşük *spread*lerden borçlanabildiklerini ortaya koymaktadır (Kim, Surroca ve Tribo 2014; Do ve Vu 2010; McCahery ve Schwienbacher 2010; Ivashina 2009; Harjoto, Mullineaux ve Yi 2006; Hubbard, Kuttner ve Palia 2002). Bu sonuç kredi derecelendirme firmaları tarafından verilen puanların bir sertifikasyon etkisi yarattığı ve yüksek kredi notuna sahip firmaların bankalar tarafından daha düşük riskli olarak görülerek bu firmalara daha düşük faiz oranlarından borçlanma imkânı sunduklarını göstermektedir. Sufi (2009) bu sertifikasyonun firmaya olan maliyetinin lider bankanın firmaya sağladığı sertifikasyonun maliyetine kıyasla daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bağımsız derecelendirme kuruluşları ya da lider düzenleyici bankalar tarafından sağlanan sertifikasyonunun firma için taşıdığı değer firmanın ölçeğine ve yaşına göre değiştiğini belirten yazar, çalışmada küçük ölçekli firmalar için bu değer düşük olduğunu, büyük ölçekli ve genç firmalar için ise daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.3.1.3 Halka Açıklık

Pay senetleri borsalarda işlem gören firmalar tabi oldukları düzenlemeler gereğince haklarında kaliteli ve tarafsız bilgiye ulaşmanın daha kolay olduğu, şeffaf kurumlar olarak değerlendirilmektedirler. Bu sebeple, halka açık bir firma ile sendikasyon grubu arasındaki bilgi asimetrisi kaynaklı maliyetin daha düşük olması ve bunun kredi faiz oranına düşürücü yönde etki yapması beklenmelidir. Asimetrik bilginin sendikasyon fiyatları üzerine etkilerini 1996-2005 yılları arasında İngiltere’de hem özel hem kamu kesimine verilen krediler üzerinden araştıran Bosch (2006) bankaların borç talep eden kurum ile ilgili yeterli bilgiye sahip olmadıkları durumlarda sistematik olarak daha yüksek oranlar talep ettiklerini tespit etmiştir. Kredi derecelendirmesi, firmanın pay senetlerinin borsalarda işlem görmesi gibi araçlar ile firmaya ait bilgiler daha belirli hale geldikçe kredi oranları da daha düşük olmaktadır. Benzer şekilde borç veren ve talep eden arasında geçmişe dayanan bir ilişki var ise bu asimetrik bilginin olumsuz etkisini azaltmakta ve böyle bir durumda borç veren daha düşük oranlar talep etmektedir.

Bosch ve Steffen (2011) borçlunun kredi notuna sahip olmasının ve halka açık bir firma olmasının bilgi asimetrisinin azalmasında ne derece etkili olduklarını İngiltere’de halka açık ve özel sektöre ait firmalara verilen sendikasyon kredileri üzerinden incelemiş ve kredi notuna sahip olmanın, pay senetlerinin borsada işlem görüyor olmasına kıyasla çok daha önemli ve etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar ayrıca kredi notunun sağladığı sertifikasyon etkisinin (certification effect) en fazla özel sektör firmaları için geçerli olduğunu ve kredi notuna sahip özel şirketlerin pay senetlerinin borsada işlem görüyor olmasının sağladığı ilave (marginal) etkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu da ortaya koymuşlardır.

Saunders ve Steffen (2011) İngiltere’de verilen sendikasyon kredileri üzerinden halka açık olmayan firmalar ile halka açık firmaların borçlanma maliyetlerini karşılaştırmışlar ve halka açık olmayan şirketlerin halka açık şirketlere kıyasla ortalama 27 baz puan daha yüksek maliyetle borçlanabildiklerini ortaya koymuşlardır. Yazarlar halka açık olmayan şirketlerin daha yüksek maliyet ile borçlanabiliyor olmalarını beş farklı kanal üzerinden incelemişlerdir: bu firmalar

hakkında bilgi üretmenin maliyetinin halka açık firmalara kıyasla daha yüksek olması, pazarlık güçlerinin az olması, ortaklık yapılarındaki farklılıklar, borçlarının ikincil piyasalarda satılabilmesinin halka açık firmalara göre daha zor olması ve gelecekteki performanslarının halka açık firmalara göre daha riskli olması.

Asimetrik bilginin fiyatlar üzerindeki etkisini ikincil piyasadaki sendikasyon kredileri ile araştıran Wittenberg-Moerman (2008), hem firma hem de kredi özelinde asimetrik bilgi ile kredilerin alım satım aralıkları (bid-ask spreads) arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Yazara göre, pay senetleri halka açık olmayan firmalara verilen krediler, kredi değerlendirmesi olmayan firmalara verilen krediler, tanınmışlığı daha az olan bankalar tarafından verilen krediler, yüksek riskli krediler (distressed loans) ve finansal tablolarında zarar açıklayan firmalara verilen krediler daha yüksek alım satım aralığı ile işlem görmektedir.

2.3.1.4 Maddi Duran Varlıklar

Sendikasyon kredileri üzerine yapılan araştırmalarda bilgi asimetrisini ölçmede kullanılan bir diğer değişken borçlunun ne kadar maddi duran varlığa sahip olduğudur. Bu araştırmalar Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar oranı ile kredi faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır (Bharath vd. 2011; Do ve Vu 2010; Lim, Minton ve Weisbach 2014; Haselmann ve Wachtel 2011; Hubbard, Kuttner ve Palia 2002; Saunders ve Steffen 2011; Dennis, Nandy ve Sharpe 2000). Bu sonuç, bankaların Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar oranı yüksek olan firmaları haklarında daha fazla bilgi sahibi olunan, daha şeffaf ve bilgi asimetrisi sorununun daha az olduğu borçlular olarak gördüklerini ve buna bağlı olarak bu firmalara verilen kredilerden daha düşük oranlar talep ettiklerini doğrulamaktadır.

2.3.2 Kredi Riski

İster sendikasyon ister ikili ilişkiler sonucu verilsin bir kredinin maliyetine etki eden önemli faktörlerden biri de hiç kuşkusuz borç talep eden kurumun taşıdığı risktir. Kredi riski ya da temerrüt riski olarak adlandırılan bu risk, borçlunun yükümlülüklerini yerine getirememesi olarak tanımlanabilir. Bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının araştırmalarda kredi riskini ölçmede sıklıkla kullanılan bir değişken olduğu görülmektedir. Bu

çalışmalardan elde edilen sonuçlara kredi notu bölümünde yer verildiği için burada tekrar edilmemiştir.

Araştırmalarda kredi riskini ölçmede kullanılan değişkenlerden biri de kaldıraç oranıdır. Toplam borçların toplam varlıklara oranı olarak tanımlanan kaldıraç oranı, firma varlıklarının ne kadarının yabancı kaynaklar ne kadarının ise özkaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir. Bir firmanın kaldıraç oranının yükselmesi dış kaynaklara daha bağımlı hale gelmesi ve özkaynaklarının yetersiz olması anlamına gelir ve borç verenler firmanın faaliyetlerini ve borçlarını finanse etmede zorluk yaşayabileceği, temerrüde düşüp yükümlülüklerini yerine getiremeyebileceği olasılığı ile firmayı daha riskli görürler. Kaldıraç oranı sendikasyon kredisi literatüründe de sıkça kullanılan değişkenlerden biridir. Araştırmalar firmaların kaldıraç oranları ile kredi maliyetleri arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir (Ivashina 2009; Do ve Vu 2010; Focarelli, Pozzolo ve Casolaro 2008; Coleman, Esho ve Sharpe 2006; Hubbard, Kuttner ve Palia 2002; Lee vd. 2010; Haselmann ve Wachtel 2011; Lim, Minton ve Weisbach 2014; Kim, Surroca ve Tribo 2014).

2.3.3 Karlılık

Literatürde *spread* üzerinde etkisi araştırılan değişkenlerden birinin de borçlunun karlılığı olduğu görülmektedir. Saunders ve Steffen (2011) çalışmalarında Faiz, Amortisman ve Vergi öncesi Kar (EBITDA)/Satışlar oranını kullanmışlar ve borçlunun karlılığındaki artışın *spreadi* düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır. Aynı oranı kullanılan diğer çalışmalardan Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008) ve Bharath vd. (2011) de borçlunun karlılık oranı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuşlardır.

Karlılık ölçüsü olarak özsermaye karlılığı oranını (ROE-Return on Equity) kullanan çalışmalardan Champagne ve Coggins (2012) diğer çalışmalarda olduğu gibi karlılık oranlarındaki artışın borçlunun daha düşük *spread* ile borçlanmasını sağladığını belirtirlerken, 25 Avrupa ülkesinde verilen sendikasyon kredilerini inceledikleri çalışmalarında Haselmann ve Wachtel (2011) borçlunun karlılığı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Çalışmalarında aktif karlılığı (ROA-Return on Asset) değişkenini kullanan Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006), Ivashina (2009) ve Lim, Minton ve Weisbach (2014) de literatürdeki çalışmalara benzer şekilde borçlunun karlılığındaki artışın *spread* üzerinde maliyetleri düşürücü bir etkisi olduğunu ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuşlardır.

2.3.4 Sektör

Sendikasyon kredilerinde borçlunun faaliyet gösterdiği sektör ile kredi oranları arasında bir ilişki olup olmadığını araştıran çalışmalar genel olarak bankalar ve banka dışı finans kuruluşlarının diğer sektörlerle kıyasla daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini ortaya koymaktadır (Eichengreen ve Mody 2000; Altunbaş ve Gadanez 2004; Christodoulakis ve Olupeka 2010). Christodoulakis ve Olupeka 2010 bu sonucu finansal kuruluşların borç verenler ile aynı sektörde olmalarının sağladığı avantajlar ile pazarlık yeteneklerinin diğer sektörlerle göre daha iyi olmaları ile açıklamışlardır. Yazarlar ayrıca kamu hizmeti (utility) sektöründe faaliyet gösteren kuruluşların daha düşük oranlardan borçlanabildikleri sonucuna ulaşmış ve bunun sebebinin bu tür kuruluşların nakit yaratma kabiliyetleri sebebi ile kreditorler tarafından düşük riskli olarak değerlendirilmeleri olduğunu belirtmişlerdir.

Sendikasyon kredilerinin ikincil piyasalarda alınıp satılmasını belirleyen faktörlerin neler olduğunu araştırdıkları çalışmada Nigro, Jones ve Aydoğdu (2010), borçlunun faaliyet gösterdiği sektörün de kredinin alınıp satılmasında etken bir faktör olduğu sonucuna ulaşırken örnek olarak madencilik sektöründe faaliyet gösteren firmalara verilen kredilerin ikincil piyasalarda alım satımının daha olası olduğunu belirtmişlerdir.

2.3.5 Diğer Etkenler

Barbosa ve Ribiero (2007) Ocak 1999-Ekim 2006 arasında Avrupa bölgesinde finansal olmayan şirketlere verilen 6.040 adet sendikasyon kredisini inceledikleri araştırmalarında borçlunun sermaye yapısının kredi maliyetleri üzerindeki etkisini ölçmüşler ve kamu iktisadi teşekküllerinin özel sektör şirketlerine göre daha düşük oranlardan borçlandıkları sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre bu

sonuç kamu iktisadi teşekküllerinin sahip oldukları üstü kapalı garantiler ile borç verenler tarafından daha az riskli olarak değerlendirildiklerini göstermektedir. Yazarların ulaştığı bu sonuç Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006)'nın kamu kurumlarının ödediği faiz oranlarının özel firmalara göre daha düşük olduğu sonucunu desteklemektedir.

Kim, Surroca ve Tribo (2014) borçlunun etik davranması ile sendikasyon fiyatları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında borç verenlerin etik davranan borçlulara daha düşük oranlardan kredi verdiklerini ortaya koymuşlardır. 2003-2007 yılları arasında 19 ülkede verilen 12.545 sendikasyon kredisi üzerinden yaptıkları araştırmalarında tüm değişkenleri içeren 1.568 krediye ulaşmışlar ve borçluların etik skorunun ortalamadan bir standart sapma artışının 78,6 baz puan olarak hesapladıkları ortalama kredi maliyetini %24,8 azalttığını ortaya çıkarmışlardır.

2.4 Sözleşmeye Özel Etkenler

Kredi maliyetlerinin belirlenmesinde küresel, makroekonomik ve borçluya özel etkenlere ek olarak dikkate alınması gereken hususlardan biri de kredi sözleşmesine ait etkenlerdir. Kredinin hangi amaçla talep edildiği, miktarı, vadesi, teminat içerip içermediği, faiz oranına ek olarak ne kadar ve ne tür ücretler talep edildiği bu değişkenlere örnek olarak gösterilebilir. Bu bölümde literatürde borçlu ile sendika grubu arasında imzalanan kredi sözleşmesine özel değişkenlerin kredi faiz oranına olan etkileri üzerine yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

2.4.1 Kullanım Amacı

Kredilerin hangi amaçla talep edildiğinin faiz oranları üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmalarda, kullanılan veri kaynaklarına bağlı olarak farklı sınıflandırmalar yapıldığı ve farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Elde edilen ortak sonuçlardan biri birleşme ve satın alma amaçlı kredilerin göreceli olarak daha yüksek faiz oranlarına sahip olduklarıdır (Kleimeier ve Megginson 2000; Altunbaş ve Gadanez 2004; Saunders ve Steffen 2011; Angbazo, Mei ve Saunders 1998; Barbosa ve Ribiero 2007; Christodoulakis ve Olupeka 2014). Altunbaş ve Gadanez (2004)'e göre bu durum firmaların satın alma işlemlerinde ihtiyaç duydukları acil

finansman için ekstra bir prim ödemeyi kabul ettiklerini göstermektedir. Angbazo, Mei ve Saunders (1998) ve Barbosa ve Ribiero (2007) ise bu durumu şirket birleşme ve satın almalarının yüksek borçlanma ile yapılması ve bunun firmanın kaldıraç oranını yükselterek firmayı daha riskli hale getirmesi ile açıklamışlardır.

Angbazo, Mei ve Saunders (1998) ve Barbosa ve Ribiero (2007) tarafından ulaşılan bir diğer sonuç ise borçların yeniden yapılandırılması amacı ile alınan sendikasyon kredilerinin de diğer amaçlı kredilere göre daha yüksek oranlara sahip olduklarıdır. Yazarlar bu sonucu borçların yeniden yapılandırılması amacı ile alınan kredilerin firmaların acil finansman ihtiyacını karşılamaları ile açıklamışlardır.

Altunbaş ve Gadanez (2004) kullanım amaçları içerisinde en ucuz kredilerin ulaşım finansmanı kredilerine verildiğini belirtirlerken, Eichengreen ve Mody (2000) altyapı projelerinin finansmanı amaçlı alınan kredilerin diğer amaçlı kredilerden daha yüksek oranlardan verildiğini ortaya koymuşlardır. Altunbaş ve Gadanez (2004)'ün elde ettiği bir diğer önemli sonuç, modele borçlunun ülkesindeki makroekonomik koşullar ile ilgili değişkenler dâhil edildiğinde borçlunun faaliyet gösterdiği iş kolu ya da kredinin kullanım amacı gibi mikroekonomik faktörlerin birçoğunun kredi oranları üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlarını yitirdikleridir.

2.4.2 Kredi Miktarı

Sendikasyon kredisi literatüründe *spread* üzerinde etkisi en çok araştırılan etkenlerden biri de kredinin büyüklüğüdür. Araştırmalar kredinin miktarı ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir (Booth 1992; Angbazo, Mei ve Saunders 1998; Kleimeier ve Megginson 2000; Eichengreen ve Mody 2000; Altunbaş ve Gadanez 2004; Focarelli, Pozzolo ve Casolaro 2008; Ivashina 2009; Christodoulakis ve Olupeka 2010; Bharath vd. 2011; Ağca ve Celasun 2012). Yüksek miktarlı kredilerin daha düşük oranlardan veriliyor olması, sendikasyona konu olabilecek büyüklükteki kredilerin ancak büyük ve kredi riski düşük firmalar tarafından talep edilebilecekleri ile açıklanmaktadır. Büyük firmalar finansal bilgi açısından küçük firmalara göre daha şeffaf olmaları ve bankalar tarafından düşük riskli olarak değerlendirilmeleri nedeni ile daha düşük faiz oranlarından borçlanabilmektedirler. Altunbaş ve Gadanez (2004) bu açıklamaya ek olarak

sendikasyon kredilerinde ölçek ekonomisinin varlığının da etkili olabileceğini belirtmişlerdir. Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008)'e göre kredi büyüklüğü ile faiz oranları arasındaki negatif ilişki aynı zamanda büyük firmaların sahip oldukları pazarlık gücü ile daha düşük oranlarda borçlanabildiği şeklinde de yorumlanabilir.

2.4.3 Vade

Vade ile *spread* arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar içerisinde uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kredilere kıyasla daha yüksek oranlara sahip olduklarını ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır (Flannery 1986; Diamond 1991; Angbazo, Mei ve Saunders 1998; Kleimeier ve Megginson 2000; Eichengreen ve Mody 2000; Gottesman ve Roberts 2004; Saunders ve Steffen 2011; Focarelli, Pozzolo ve Casolaro 2008; Christodoulakis ve Olupeka 2010; Ağca ve Celasun 2012; Kim, Surroca ve Tribo 2014). Bu ilişkinin muhtemel sebepleri olarak Flannery (1986) uzun vadeli kredilerde temerrüt riskinin daha fazla olmasını, Diamond (1991) ise riskli firmaların yeniden finansman sağlayamama riskine karşı uzun vadeli krediler almayı tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Eichengreen ve Mody (2000) riskin vade ile birlikte artmasına ek olarak bu sonucun borç verenlerin kısa vadeli kredilerin likiditesine değer verdiklerini ve borçluları disipline etmelerindeki başarılarına işaret ettiğini belirtmektedirler.

Bu çalışmaların yanı sıra, vade ile *spread* arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyan çalışmalar da bulunmaktadır (Fons 1994; Dennis, Nandy ve Sharpe 2000; Ivashina 2009; Do ve Vu 2010; Bharath vd. 2011; Lim, Minton ve Weisbach 2014). Bu sonuç vekâlet maliyeti teorisi ile açıklanmaktadır. Bu teoriye göre bankalar yüksek riskli firmalara kredi verirken kısa vadeli, düşük tutarlı ve teminatlı krediler vermeyi tercih etmekte ve yüklendikleri yüksek kredi riski karşısında yüksek oranlar istemektedirler. Hubbard, Kuttner ve Palia (2002), uzun vadeli kredilerin daha düşük oranlara sahip olmaları ile ilgili olarak iki muhtemel sebepten bahsetmişlerdir. Birincisi, vekalet maliyeti teorisine uygun olarak bankaların uzun vadeli kredileri daha az riskli firmalara vermeyi tercih edebilecekleri, ikincisi ise

inceledikleri kredilerde sözleşme öncesi ödenen sabit ücretlerin varlığıdır¹³. Altunbaş ve Gadanecz (2004) sadece mikroekonomik faktörlerin etkisini inceledikleri modelde vade ile kredi oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir korelasyon bulunduğu sonucuna ulaşmışlar ve bu sonucun Fons (1994)'ün elde ettiği sonuca paralel olduğunu belirtmişlerdir¹⁴.

Literatürdeki çalışmaların ortaya koyduğu bir başka önemli sonuç da vadeli kredilerin faiz oranlarının rotatif kredilerin faiz oranlarına göre daha yüksek olduğudur (Harjoto, Mullineaux ve Yi 2006; Yi ve Mullineaux 2006; Angbazo, Mei ve Saunders 1998; Barbosa ve Ribiero 2007; Coleman, Esho ve Sharpe 2006). Angbazo, Mei ve Saunders (1998) vadeli kredilerin rotatif kredilere göre daha yüksek tutarlı ve uzun vadeli krediler olduğunu belirtmişler ve elde ettikleri sonucun şaşırtıcı olduğunu belirtmişlerdir. Barbosa ve Ribiero (2007) ise vadeli kredilerin kullanım alanlarını ön plana çıkarmış ve rotatif kredilere göre daha riskli amaçlar için tercih edildiğinin ve bu sebeple faiz oranlarının rotatif kredilere göre fazla olmasının tutarlı olduğunu belirtmişlerdir.

2.4.4 Teminat

Literatürdeki çalışmalar teminat unsuru içeren kredi sözleşmelerindeki *spread* oranlarının teminatsız kredi sözleşmelerine göre daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır (Angbazo, Mei ve Saunders 1998; Dennis, Nandy ve Sharpe 2000; Altunbaş ve Gadanecz 2004; Harjoto, Yi ve Mullineaux 2006; Barbosa ve Ribiero 2007; Focarelli, Pozzolo ve Casolaro 2008; Do ve Vu 2010; Bharath vd. 2011; Lim, Minton ve Weisbach 2014; Kim, Surroca ve Tribo 2014). Araştırmalar bu sonucu bankaların yüksek riskli firmalara kredi verirken kendilerini koruma altına almak istemelerine ve bu tür firmalardan teminat talep etmekte daha ısrarcı davranmaları ile açıklamaktadırlar. Dolayısı ile kredi sözleşmesinde bir tür teminatın yer alması borçlunun daha az değil tam aksine daha riskli olduğu sinyalini göndermektedir. Bir

¹³ Yazarlar sözleşme öncesi ödenen sabit ücretlerin olduğu kredilerin dahil edilmediği analizlerde vade ile faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir korelasyon olduğunu tespit etmişlerdir.

¹⁴ Yazarların (a)sadece makroekonomik faktörleri dâhil ettikleri ve (b)mikroekonomik ve makroekonomik faktörleri birlikte inceledikleri modellerde vade ile faiz oranı arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir.

başka deyiş ile teminat sağlayan borçlu daha az riskli değildir, banka borç talep eden kurumu yüksek riskli gördüğü için teminat talep etmektedir.

2.4.5 Ücretler

Barbosa ve Ribiero (2007) sendikasyona katılan bankaların talep ettikleri ücretler ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve yüksek ücretleri olan kredilerin aynı zamanda yüksek faiz oranlarına da sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre bu sonuç ücret ve faiz oranlarının birbirlerinin alternatifi değil tamamlayıcıları olduklarını göstermektedir ve Angbazo, Mei ve Saunders (1998)'in çalışmalarında ulaştıkları bankaların sendikasyon, taahhüt ve iptal risklerine karşı talep ettikleri ek ücretleri faiz oranlarına bir alternatif değil tamamlayıcı olarak kullandıkları sonucunu doğrulamaktadır.

2.5 Sendikasyon Grubunun Yapısı

Sendikasyon kredilerini ikili ilişkiler sonucu verilen banka kredilerinden ayıran en önemli özellik hiç şüphesiz bir grup banka tarafından temin ediliyor olmalarıdır. Doğal olarak bu grubun kaç bankadan oluştuğu, hangi bankanın krediye ne oranda katıldığı, bir araya gelen bankaların türleri, birbirleri ile olan ilişkileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler, uzmanlaştıkları sektör veya faaliyet alanları gibi sendikasyon grubunun yapısını belirleyecek birçok faktör kredi faiz oranının belirlenmesinde etkili olacaktır. Bu bölümde literatürde sendikasyon grubunun yapısının hangi açılardan ele alındığı, tanımlanmasında ve ölçülmesinde hangi değişkenlerin kullanıldığı ve bu değişkenlerin sendikasyon kredisi faiz oranları üzerindeki etkilerine dair elde edilen sonuçlara yer verilecektir.

2.5.1 Büyüklük

Literatürdeki araştırmalar krediyi veren sendikasyon grubunun büyüklüğü ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi belirlemede farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Carey ve Nini (2007) Avrupa'daki farklı ülkelerde verilen sendikasyon kredilerini inceledikleri çalışmalarında aynı büyüklükteki kredilerin faiz oranları karşılaştırıldığında geniş gruplar tarafından verilen kredi oranlarının küçük gruplar tarafından verilen kredilerin oranlarına göre daha yüksek oldukları sonucuna ulaşmıştır. Ivashina (2009), Carey ve Nini (2007)'nin elde ettikleri bu sonucun kendi

çalışmasındaki sonuçlar ile tutarlı olduğunu belirtmiştir. Christodoulakis ve Olupeka (2010) da sendikasyona katılan banka sayısı ile kredi oranları arasındaki pozitif bir ilişki olduğunu ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Altunbaş ve Gadanecz (2004) gelişmekte olan ülkelere verilen sendikasyon kredilerinde sendikasyona katılan banka sayısındaki artışın kredi maliyetlerini düşürmediği; ikili ilişkiler ile kurulan az sayıda bankanın katıldığı gruplar tarafından verilen kredilerin büyük gruplar tarafından verilen kredilere göre daha düşük oranlara sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre bu sonuç firmaların sürekli çalıştıkları bankalar ile kurdukları sürekli ve iyi ilişkiler neticesinde bu bankalardan daha uygun koşullardan borçlanabildiklerini göstermektedir. Coleman, Esho ve Sharpe (2006) ise büyük sendikasyon gruplarının daha uzun vadeli ve daha düşük oranlı krediler verdiği sonucuna ulaşmışlar ve bu sonucu bu tür sendikasyon yapılarının verdiği kredilerin daha standart sözleşmeler ile düzenlenmesi ve bu tür yapılarda borçluyu izleme gerekliliğinin ve dolayısı ile bunun ortaya çıkardığı maliyetin daha düşük olması ile açıklamışlardır.

Sendikasyon piyasalarındaki gelişmeler sonucunda banka dışı finans kuruluşlarının bu piyasaya olan ilgileri artmış ve son yıllarda oluşturulan sendikasyon gruplarında bu sektörlerden katılımcı sayısında artış gözlemlenmiştir. Lim, Minton ve Weisbach (2014) sendikasyon grubunda banka dışı finans kuruluşlarının varlığının faiz oranları üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında grup büyüklüğünü sendikasyona katılan borç veren sayısı ile ölçmüş ve daha fazla bankanın katıldığı kredilerdeki faiz oranlarının daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Borç alan kurumların etik davranışlarının sendikasyon kredisi oranları üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında Kim, Surroca ve Tribo (2014), kontrol değişkenlerden biri olarak sendikasyona katılan banka sayısını kullanmışlar ve Lim, Minton ve Weisbach (2014)'e paralel olarak banka sayısı ile kredi maliyeti arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar bu sonucu banka sayısındaki artışın riskin paylaşılması ve banka başına düşen riski azalması ile açıklamışlardır. Haselmann ve Wachtel (2011) yabancı bankaların sendikasyon kredilerine katılma nedenlerini araştırdıkları çalışmalarında sendikasyona katılan banka sayısını krediye özel değişkenler grubunda

değerlendirmişler ve büyük sendikasyon grupları tarafından verilen kredilerdeki faiz oranlarının daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

2.5.2 Yoğunlaşma

Sendikasyona katılan banka sayısı kadar bu bankaların krediye hangi oranlarda katıldıkları da önem taşımaktadır. Katılımcı sayısının göreceli olarak az olduğu bir grupta bankalar toplam tutara birbirine yakın oranlarda katılırken, katılımcı sayısının daha fazla olduğu gruplarda ise sınırlı sayıda banka yüksek oranlarda, diğer bankalar çok daha küçük oranlarda katılım sağlayabilir. Dolayısı ile sendikasyon grubundaki yoğunlaşma da fiyatı etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Sendikasyon grubundaki yoğunlaşmanın etkisinin araştırıldığı çalışmalarda HHI'nın kullanıldığı görülmektedir. Sektörel yoğunlaşma ölçüsü olan HHI, bir sektörde faaliyet gösteren işletmelerin sahip olduğu pazar paylarının karelerinin toplanması ile hesaplanır. HHI değerinin düşük olduğu sektörler fazla sayıda işletmenin birbirine yakın oranlarda pazar payına sahip olduğu rekabetçi piyasalar olarak belirlenirken, yüksek HHI değeri az sayıda oyuncunun piyasaya hâkim olduğu daha monopolistik piyasalar olarak adlandırılır. Sendikasyon kredilerinin HHI değerini belirlemek için ise önce sendikasyona katılan her bir bankanın toplam kredi tutarı içerisindeki payı hesaplanır, daha sonra bu payların kareleri alınarak toplanır. HHI değerinin düşük olduğu kredilerin daha yaygın ve az yoğunlaşmış gruplar tarafından, yüksek olduğu kredilerin ise daha az sayıda bankanın kredinin büyük miktarını sağladığı yoğunlaşmış bir sendikasyon grubu tarafından verildiğini göstermektedir.

Champagne ve Coggins (2012) sendikasyon grubu yapısının bilgi asimetrisi ve faiz oranı ile ilişkisini kırk farklı değişken kullanarak temel bileşenler analizi yolu ile incelemiştirlerdir. Analizlerinde kırk değişkeni altı temel bileşene indirgeyen yazarlar, tüm bileşenlerin doğrudan ya da diğer bileşenler aracılığı ile faiz oranını belirlemede anlamlı oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Yazarların belirlediği bileşenlerden biri de sendikasyon grubundaki yoğunlaşmadır. Yoğunlaşma bileşeni altında sendikasyona katılan banka sayısı ve HHI değerinin de bulunduğu beş değişkene yer veren yazarlar, daha heterojen ve az yoğunlaşmış gruplar tarafından verilen kredilerin daha düşük faiz oranlarına sahip olduklarını ortaya koymuşlardır.

Yazarlar bu sonucu borç verenlerin talep ettiği çeşitlendirme primlerindeki azalmanın kredi maliyetine yansıtılması ile açıklamışlardır.

2.5.3 Sendikasyona Katılan Borç Verenlerin Türü

Sendikasyon kredileri her ne kadar bankaların bir araya gelerek verdikleri krediler olarak ortaya çıkmış olsa da zaman içerisinde piyasalarda meydana gelen gelişmeler neticesinde banka dışı finans kurumlar ve hatta finans dışı kurumlar dahi bu birlikteliklerde yer almaya başlamışlardır. Günümüz sendikasyon piyasalarında yer alan borç verenlere baktığımızda bankalar arasında ticari ve yatırım bankalarını, banka dışı finansal kurumlar arasında ise yatırım fonları (mutual funds), özel sermaye fonları (private equity funds), serbest yatırım fonları (hedge funds), finansman şirketleri (finance companies) ve sigorta şirketlerini görmek mümkündür. Kreditör kurumlar arasında artan bu çeşitlilik, özkaynak maliyeti, hukuki ve muhasebe düzenlemeleri, müşteri ilişkileri gibi birçok konuda birbirinden oldukça farklı olan bu kurumları bir araya getiren faktörlerin neler olduğu ve bu birlikteliğin kredi maliyetlerini nasıl etkilediği gibi yeni araştırma alanları ortaya çıkarmıştır.

Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006) yatırım bankaları tarafından düzenlenen sendikasyon kredilerinin ticari bankalar tarafından düzenlenen kredilere kıyasla hem daha yüksek faiz oranlarına hem de daha yüksek ücretlere sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Ancak yatırım bankaları sendikasyona bir ticari bankanın eş lider olarak katıldığı durumlarda daha düşük oranlar ile borç vermeyi kabul etmektedirler. Yazarlar yatırım bankalarının karlılık oranları düşük ve yüksek kaldıraçlı firmalara daha çok kredi verdiklerini, rotatif krediler yerine vadeli kredileri, kısa vadeli yerine de uzun vadeli kredileri tercih ettiklerini ve verdikleri kredileri ellerinde tutmak yerine ikincil piyasalarda satmayı tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır. Yazarların ulaştığı bu sonuçlar ticari bankaların daha çok geliştirdikleri ikili ilişkiler yolu ile yatırım bankalarının ise işlem odaklı borç vermeyi tercih ettiklerini ortaya koyan çalışmaları desteklemektedir. Benzer sonuçlara ulaşan Nandy ve Shao (2008), bankaların liderliğinde oluşturulan gruplar tarafından verilen kredilerin daha düşük riskli borçlulara ve daha düşük oranlardan finansman sağladığını belirtmişlerdir.

Lim, Minton ve Weisbach (2014), 1997-2007 yılları arasında ABD piyasasında finans dışı sektörlerdeki 5.627 firmaya verilen 20.031 sendikasyon kredisini incelemişler, banka dışı finansal kurumların dâhil olduğu sendikasyon grupları tarafından verilen kredilerdeki faiz oranlarının, tamamı bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen kredilere göre daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar bu sonucun vadeli ya da rotatif tüm kredi çeşitleri ve farklı kredi notlarına sahip, hatta hiç kredi notu olmayan tüm borçlular için istatistiki ve ekonomik olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre bu faiz farkının büyüklüğü gruptaki banka olmayan finansal kurumun türüne göre de değişmektedir. Örneğin özel sermaye fonları (private equity funds) ve serbest yatırım fonları (hedge fund) firmaları için bu fark 35,4 baz puan olurken sigorta şirketleri ve yatırım fonları (mutual funds) için neredeyse yok denecek kadar az olmaktadır. Yazarlar banka dışı finansal kurumların dâhil olduğu sendikasyon kredilerindeki maliyetin tamamı bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen kredilere göre daha yüksek olmasını genellikle düzenleyici bankaların sendikasyon grubunu oluştururken öncelikle ticari ve yatırım bankaları ile görüşmeler yapmaları ve onlar ile anlaşma eğilimi içerisinde olmaları ile açıklamaktadır. Lider bankalar istenilen toplama ulaşamadıkları durumda kredi işlemini sonuçlandırabilmek ve olası bir başarısızlık durumunun önüne geçmek için son çare olarak banka dışı kurumlara başvurmakta ve bu kurumlara daha yüksek oranlar teklif etmek zorunda kalmaktadırlar. Düzenleyici bankaların hangi durumlarda kredinin tamamını sağlayamadığı ve açık kalan miktarlar için banka dışı kurumların sendikasyona dâhil olduğunu sorgulayan Lim, Minton ve Weisbach (2014), firmanın finansal durumunun iyi olmaması, bankalar tarafından arz edilen kredi tutarının sınırlı olduğu zamanlar ve lider bankanın likiditesinin yetersiz olması sonuçlarına ulaşmışlardır.

2.5.4 Lider Bankanın Payı

“Sendikasyon yapısının faiz oranları üzerindeki etkisi ile ilgili yapılan araştırmalarda sendikasyon yapısını ölçmede genellikle grubun büyüklüğü ve lider düzenleyicinin payı değişkenleri kullanılmıştır” (Champagne ve Coggins 2012: 1439). Bir sendikasyon kredisinde lider banka toplam kredi miktarının küçük bir bölümünü kendi temin edip kalan büyük bölümün katılımcı bankalar tarafından verilmesini tercih edebileceği gibi büyük bölümünü kendi temin edip kalan küçük

bölümün katılımcı bankalar tarafından tamamlanmasını da tercih edebilir. “Vekâlet teorisine (agency theory) göre sendikasyon yapısı kredi faiz oranını çeşitlendirme (diversification) ya da asimetrik bilgi primleri üzerinden etkiler” (Champagne ve Coggins 2012: 1439). Sendikasyon grubu içerisinde borç talep eden kuruma en yakın olan ve onun hakkında en fazla bilgiye sahip olan banka hiç kuşku yok ki krediyi düzenleyen lider bankadır. Borç talep edenle daha yakından ve doğrudan bir ilişki içerisinde olması düzenleyici bankaya katılımcı bankaların ulaşması mümkün olmayan, firmaya özel bilgilere kolaylıkla ulaşabilme imkânı vermektedir. Bu durum lider banka ile katılımcı bankalar arasında asimetrik bilgi ve buna bağlı olarak ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını ortaya çıkarmaktadır. Kredinin birden fazla borç veren arasında paylaşıldığı sendikasyon kredilerinde, ahlaki riskin lider düzenleyici ile sendikasyona katılan diğer üyeler arasında geçerli olan ve literatürde “sendikasyon ahlaki riski” adı verilen ek bir unsuru bulunmaktadır (Bosch ve Steffen 2011: 290). Gadanez, Kara ve Molyneux (2012) ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının satış öncesi fiyatlama aşamasındaki sorunlar ve satış sonrası borçlu performansının izlenmesi ile ilgili sorunlar olarak iki aşamada ortaya çıktıklarını ve birbirlerinden farklı yapılarda olduklarını belirtmektedirler. Yazarlar lider banka ile katılımcı bankalar arasındaki asimetrik bilginin kredi maliyetlerine olan etkisini belirlemeye çalıştıkları çalışmalarında, bilgi asimetrisini diğer çalışmalardan farklı olarak sendikasyondaki düzenleyici ve katılımcı bankaların her birinin borçlu ile geçmişte kaç kredi alışverişinde buldukları ve borçlu ile birlikte çalışma sürelerinin uzunluğu ile ölçmüşlerdir. 1993-2006 yılları arasında finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren firmalara verilen 5.867 sendikasyon kredisini içeren çalışmalarında yazarlar katılımcı bankaların düzenleyici bankalara kıyasla bilgi dezavantajına sahip oldukları durumlarda daha yüksek oranlardan borç verdiklerini, bu durumun özellikle kredi derecelendirmesi olmayan borçlular için çok daha belirgin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre katılımcı bankalar aynı firmaya zaman içerisinde daha çok borç verdikçe borçluya ait bilgi edinmeye başlamakta ve daha sonraki kredi verme işlemlerinde hem düzenleyici bankaların ününe hem de borçluya dair biriktirmiş oldukları bilgiye dayanarak daha düşük oranlarda borç verebilmektedirler. Bu bağlamda bankalar ve firma arasında zaman içerisinde artırılan kredi alışverişi, sendikasyona katılan bankalar arasındaki bilgi

asimetrisini azaltmakta, bir sertifikasyon etkisi yaratarak özellikle kredi notu olmayan firmalar için daha düşük oranlardan borçlanma imkânı sunmaktadır.

Sendikasyon grubu yapısının *spread* üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların cevabını aradığı sorulardan biri de lider bankanın çıkarıcı davranıp davranmadığıdır (opportunistic behavior). Çıkarıcı davranış, lider bankanın borç talep eden kurumla ilgili sahip olduğu bilgileri sendikasyon üyesi bankalar ile eksiksiz olarak paylaşmaması ya da bazı bilgileri kendisine saklayarak yüksek kaliteli kredilerin büyük kısmını kendi elinde tutarken düşük kaliteli kredilerin büyük kısmının katılımcı bankalar tarafından verilmesi anlamına gelir. Böyle bir durumda, katılımcı bankalar daha riskli kredileri satın almak ya da katlandıkları riske oranla daha düşük getirileri kabul etmek zorunda kalırlar. Simons (1993)'e göre katılımcı bankalar için söz konusu olan bu tür bir riskin varlığı katılımcı banka ile lider banka arasındaki sözleşme uzaklığı (contractual distance) ile doğru orantılıdır. Bu uzaklık, birincil piyasada düzenlenen sendikasyon kredilerinde en azdır çünkü katılımcı banka lider banka ile doğrudan ve yüklenimden önce sözleşme yapmaktadır. Sözleşme uzaklığının daha fazla olduğu işlemler ise ikincil piyasalarda gerçekleştirilen devir (assignments) işlemleridir çünkü bu tür işlemlerde her ne kadar krediyi alan banka ile satan banka arasında bir sözleşme yapılmış olsa dahi bu sözleşme kredinin verilmesinden sonra yapıldığı için yüklenim sırasında yapılan sözleşme kadar kuvvetli değildir. Katılım (participations) işlemleri ise çıkarıcı davranış riskinin en yüksek olduğu işlem türüdür çünkü bu işlemde krediyi satın alan banka satan bankanın kredi ile ilgili sağladığı bilgilere, kredi izlemesine ve teminatlara güvenmek durumundadır. Bu konu ile ilgili yapılan araştırmalar lider bankaların bu tür bir davranış içerisinde olmadıklarını, aksine sorunlu kredilerin büyük bir kısmını kendi portföyünde tutmayı tercih ettiklerini göstermektedir (Simons 1993; Sufi 2007; Jones, Lang ve Nigro 2005; Dennis ve Mullineaux 2000; Narayanan, Rangan ve Rangan 2004; McCahery ve Schwienbacher 2009; Panyagometh ve Roberts 2010). Simons (1993)'e göre bunun iki sebebi vardır. Birincisi problemlili kredilerin herhangi bir kredi değerlendirilmesi yapılmadan dahi mevcut bilgiler ışığında katılımcı bankalar tarafından tercih edilmemesi ve lider bankaların zorunlu olarak bu kredileri kendi portföylerinde tutmak zorunda kalmalarıdır. İkincisi ise lider bankaların ticari itibarlarını düşünmeleri ve sorunlu

kredileri katılımcı bankalara satmaktan çekinmeleridir. Hiç kuşkusuz, bankanın ticari itibarını düşünmesindeki sebeplerden biri de gelecekteki muhtemel sendikasyon çalışmalarında başarılı olabilme isteğidir.

Düzenleyici bankanın krediye katılım oranının yüksek olması, sertifikasyon etkisi yaratarak diğer bankalar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılanır. Bu sertifikasyon etkisi ile katılımcı bankalar lider bankanın borçlunun kredibilitesi hakkında yeterli bilgiye sahip olduğu, borçluya güvendiği ve elini taşın altına koyduğunu düşünerek daha düşük orandan borç vermeyi kabul ederler. Bu bağlamda, lider banka payının kredinin maliyeti üzerinde nasıl bir etkisinin olacağı önemli bir araştırma konusu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu amaçla yapılan çalışmalardan Angbazo, Mei ve Saunders (1998) bir sendikasyon kredisinde lider bankanın finanse ettiği miktardaki artışın bankanın daha fazla sorumluluk aldığı anlamına geldiğini belirtmişler ve araştırmalarında lider bankanın kredideki payı arttıkça faiz oranlarının düştüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Bosch (2006), 1996-2005 yılları arasında İngiltere’de hem özel hem kamu kesimine verilen sendikasyon kredilerini araştırmış ve düzenleyici bankaların krediye katılım oranı arttıkça asimetrik bilginin yarattığı olumsuz etki ve maliyetin azaldığını ortaya koymuştur. Yazarın elde ettiği bir başka sonuç ise bunun faiz oranlarına yansıtılarak daha düşük oranlardan borç verildiği ve borç talep eden kurumun bu durumdan kazançlı çıktığıdır. Bosch (2006) çalışmasında bu etkiyi lider düzenleyici bankanın payındaki %10’luk azalışın katılımcı bankaların talep ettikleri faiz oranını 28 baz puan civarında arttırdığı şeklinde ölçümlenmiştir.

Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008), 1990-2001 yılları arasında seksenden fazla ülkede düzenlenen 14.121 sendikasyon kredisini incelemişler ve düzenleyici bankanın payı arttıkça faiz oranının azaldığını ortaya koymuşlardır. Sertifikasyon etkisinin özellikle yeni, küçük ölçekli ve kredi öncesi hakkında az bilgi sahibi olunan riskli firmalar için daha yüksek olduğunu ortaya koyan yazarlar ulaştıkları sonucun literatürdeki sertifikasyon etkisi araştırmalarının sonuçlarını doğruladığını, verilen krediler ile ilgili izleme ve değerlendirme gerekliliği arttıkça sertifikasyon etkisinin de arttığını belirtmişlerdir.

Ivashina (2009) bir sendikasyon grubunda lider banka payındaki %9'luk artışın (%10'dan %19'a) katılımcı bankaların talep ettikleri faiz oranını 29 baz puan (toplam maliyetin %4'ü) civarında düşürdüğünü tespit etmiştir. Yazara göre bunun sebebi lider bankanın krediye katılım oranı arttıkça asimetrik bilgi sorununun ve onun ortaya çıkardığı ekstra maliyetin azalmasıdır. Diğer taraftan yazar, lider bankanın kredideki payı arttıkça daha fazla kredi riskine maruz kalacağını ve buna bağlı olarak daha yüksek oran talep edeceğini, dolayısı ile sendikasyon yapısı ve *spread*'in birbirine zıt etkileri olan bu iki faktör tarafından belirleneceğini belirtmiştir. Yazar buna bağlı olarak büyük ve çeşitlendirilmiş kredi portföyüne sahip lider bankaların daha düşük oran teklif etme konusunda diğer bankalara göre daha avantajlı olduklarını ortaya koymuştur.

Do ve Vu (2010) sertifikasyon etkisi hipotezine paralel olarak lider bankanın payı ile kredi maliyetleri arasında negatif bir ilişki bulunduğunu ortaya koyarken sertifikasyon etkisinin daha ünlü lider bankalar tarafından verilen ve lider banka ile borçlu arasında daha önce borç ilişkisinin olduğu kredilerde daha sınırlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre, lider bankanın sahip olduğu itibar ve lider banka ile borçlu arasında daha önce kurulan ilişkiler sertifikasyona olan ihtiyacı azaltırken, lider bankanın yüksek katılım oranı ile sağladığı sertifikasyon etkisi küçük ölçekli, daha önce borç vermediği ve hakkında bilgi edinmesi daha güç olan borçlular için daha etkili olmaktadır. Yazarlar ayrıca lider bankaların borçlu özellikleri olarak daha küçük ölçekli borçlular ile kaldıraç oranı daha düşük olan borçlulara verilen kredilere; kredi özellikleri olarak ise küçük tutarlı krediler ile garantisi olmayan kredilere daha fazla oranda katılmayı tercih ettiklerini göstermektedirler.

Gadanecz, Kara ve Molyneux (2012), literatürdeki çalışmalara paralel olarak düzenleyici bankaların payı ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuşlar ve düzenleyici bankaların katılım miktarı arttıkça katılımcı bankaların düzenleyici bankaların kredi sonrası izleme performanslarına daha fazla güvendiklerini ve düzenleyici bankalardan kaynaklanacak ahlaki çöküntü sorununun azaldığını düşündüklerini belirtmişlerdir.

2.5.5 Lider Bankanın İtibarı

Literatürde sendikasyon grubunun yapısı ile ilgili olarak ele alınan değişkenlerden biri de lider bankanın sahip olduğu ün ve itibardır (reputation effect). Bu konudaki araştırmalar genelde sertifikasyon hipotezi çerçevesinde yapılmış olup tanınmışlığı ve itibarı yüksek olan bankaların borç talep eden kurum ile ilgili olarak diğer bankalara göre daha fazla ve özel bilgiye sahip olduğu varsayımına dayanır. Bu sebeple tanınmışlığı ve itibarı yüksek olan bankalar diğer bankalara göre borç talep eden kurumları daha iyi tanır ve en iyi müşterileri kazanabilmek amacı ile onlara daha düşük faiz oranları teklif eder. Üçüncü kişiler ise bu davranışı bankanın kredinin kalitesini onaylaması olarak algılar ve eğer itibarı yüksek olan bir banka bir kuruma düşük oranlı kredi veriyorsa demek ki bu kredi banka tarafından kalitesi onaylanmış, riski düşük bir kredidir sonucuna varırlar. Dolayısı ile tanınmışlığı ve itibarı yüksek olan bir bankanın bir kurum için düzenlediği sendikasyon kredisindeki faiz oranının diğer bankaların aynı kurum ve aynı kredi şartları için teklif ettiği orandan daha düşük olması beklenmelidir.

Sendikasyon kredilerinde bankaların sahip olduğu tecrübe ve itibarın sendikasyon üzerindeki etkilerini Fransız sendikasyon kredi piyasasında sosyal ağ analizi yöntemi ile araştıran Godlewski, Sanditov ve Burger-Helmchen (2012), sertifikasyon hipotezine paralel olarak sendikasyon grubunun tecrübeli ve yüksek itibarlı bankalardan oluşmasının kredi faiz oranlarını düşürdüğü ve borçlunun varlığını arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre tecrübeli ve yüksek itibarlı bankaların varlığı daha fazla bilgiye ve diğer kaynaklara ulaşımı kolaylaştırarak bilgi kaynaklı ihtilafları ve bankaların acentelik faaliyetlerinden doğan maliyetlerini azaltmaktadır. Ross (2010) Amerikan sendikasyon kredi piyasası ile ilgili yaptığı çalışmada benzer sonuçlara ulaşmış ve yüksek itibarlı bankaların diğer bankalara göre daha düşük oranlar sunduklarını göstermiştir. Ross (2010)'a göre bunun sebebi büyük bankaların kredi verdikleri kurumları diğer bankalara kıyasla hem kredi vermeden önce daha iyi inceleyebilmeleri hem de kredi verdikten sonra vade sonuna kadar daha yakından takip edip değerlendirebilmeleridir. Gadanecz, Kara ve Molyneux (2012), sendikasyon grubunda itibarlı bankaların varlığının kredi maliyetini düşürdüğünü ancak bu durumun sadece bilgi asimetrisi sorununun daha

düşük olduğu borçlular için geçerli olduğunu ortaya koymuşlardır. Do ve Vu (2010) da benzer şekilde sendikasyon grubunda itibarlı bankaların bulunmasının kredi oranlarını düşürdüğü sonucuna ulaşırlarken, yüksek itibarlı bankaların diğer bankalara kıyasla daha düşük oranda krediyi ellerinde tutarak aynı sertifikasyon etkisini yaratabildiklerini ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre bu sonuç sendikasyon grubunda itibarlı bankaların yer almasının sertifikasyon etkisi olarak lider bankanın elinde tuttuğu oranın yerini alabileceğini göstermektedir.

Düzenleyici bankanın sahip olduğu itibarın faiz oranı, ücretler, teminat gibi sözleşme unsurları üzerindeki etkilerini araştıran McCahery ve Schwienbacher (2010)'a göre lider bankaların sahip oldukları itibarın kredi talep eden kurum üzerinde sertifikasyon etkisi vardır. Kredi talep eden kurumun taşıdığı risk düzeyi ile ilgili piyasaya sinyal gönderme (signaling) etkisi diyebileceğimiz bu etki iki kanaldan uygulanmaktadır: faiz oranı ve kredideki düzenleyici bankaların payı. Bu kanalların nasıl işlediği ile ilgili olarak sendikasyon ve tahvil piyasalarını karşılaştıran yazarlar, tahvil piyasalarında sinyalin faiz oranı kanalı üzerinden gönderilirken sendikasyon piyasalarında ise lider bankaların katılım payları üzerinden iletildiğini belirtmişlerdir. İtibarlı bankalar tahvil piyasalarında kaliteli müşterilerine daha düşük faiz oranları ile borç verirlerken, sendikasyon piyasalarında kaliteli müşterilerine verdikleri kredilere daha yüksek oranda katılmaktadırlar. Bu sebeple eğer bir sendikasyon kredisinde lider bankanın katılım payı yüksek ise, katılımcı bankalar lider bankanın borçlunun durumu hakkında yeterli bilgiye sahip olduğu, bu kurumu yakından tanıdığı ve kredinin büyük kısmını kendi karşılayarak riskin büyük kısmını da kendisinin aldığı sonucuna varırlar. McCahery ve Schwienbacher (2010) bu bölümde bahsedilen diğer çalışmalardan farklı olarak yüksek itibara sahip düzenleyici bankaların daha az itibara ve tecrübeye sahip düzenleyici bankalar tarafından verilen kredilere kıyasla daha yüksek oranlardan borç verdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar bir tür sertifikasyon primi olarak da nitelendirilebilecek bu etkinin kredi derecelendirmesi olmayan kurumlar için çok daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Bu sonuca göre kredi değerlendirmesi olmayan kurumların bu eksikliklerini tamamlayabilmek ve kredibilitelerini kanıtlayabilmek amacıyla ile daha yüksek bir maliyet ödemeyi kabul ederek yüksek itibara sahip kıdemli düzenleyici bankalar ile çalışmayı tercih ettikleri söyleyene

bilir. McCahery ve Schwienbacher (2010)'un ulaştıkları bir başka önemli sonuç ise sendikasyon hiyerarşisinde üst kısımda bulunan, yüksek itibar sahibi kıdemli düzenleyici bankaların daha az itibar sahibi olan, düzenleyici bankalara göre kredilere daha yüksek oranlarda katıldıklarıdır. Ancak yazarlar bu durumun sadece kredi derecelendirmesi olmayan borçlular için geçerli olduğunu, kredi derecelendirmesine sahip kurumlar ile ilgili olarak bu yönde bir bulguya rastlanmadığını belirtmişlerdir. Bu sonuç, yazarların sendikasyon kredilerinde piyasalara sinyal gönderme etkisinin lider düzenleyici bankaların krediye katılım oranı kanalıyla uygulandığı görüşünü desteklemektedir.

2.5.6 Coğrafi Konum

Sendikasyon kredilerinde faiz oranını belirleyen etkenlerden biri de coğrafi konumdur. Coğrafi konum borçlunun bulunduğu ülke ya da faaliyetlerini yürüttüğü ülkeler kadar gruba katılan bankaların da hangi ülkelerden oldukları ya da hangi ülkelerde faaliyet gösterdiklerini de kapsayan geniş bir faktördür. Bu alanda yapılan çalışmalardan Carey ve Nini (2007) Avrupa piyasalarında verilen kredi faizlerinin ABD piyasalarında verilen kredi faizlerine oranla ortalama 30 baz puan daha düşük olduğunu ortaya koyarlarken, borçluya, borç verene ve kredi sözleşmesine özel değişkenlerin bu farklılığı açıklayamadığını belirtmişlerdir. Carey ve Nini (2007) ile aynı sonuca ulaşan Champagne ve Coggins (2012) ise iki piyasa arasındaki fiyat farklılığını sendikasyon yapısına özel değişkenler ile açıklamışlardır. Yazarlara göre, Avrupa piyasasında verilen kredilerdeki gruplar daha düşük kaliteli bankaların liderliğinde ve katılımı ile oluşturulan geniş gruplardır. Bu tür gruplarda bankaların sağlayacağı sertifikasyon etkisi daha düşük olacağı için talep edecekleri sertifikasyon primi de düşük olacaktır.

Houston, Itzkowitz ve Naranjo (2007) 1998-2004 yılları arasında genel merkezleri on farklı ülkede bulunan 4.713 firmaya verilen 13.000 adetten fazla sendikasyon kredisini incelemişler ve literatürdeki sonuçlara benzer şekilde ABD piyasasındaki borçluların daha yüksek oranlardan borçlandıkları ancak gruba Avrupa bankalarının liderlik etmesinin borçlanma maliyetini 40 baz puan düşürdüğü sonuçlarına ulaşmışlardır. Yazarlar ayrıca büyük firmaların yabancı piyasalardan daha düşük oranlardan borçlanabildiğini, sendikasyon piyasasındaki küresel

rekabetin bu piyasalara ulaşabilen büyük firmaların işine yaradığını ve bu tür firmalara daha ucuz maliyetli borçlanabilme imkânları sunduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre bu sonuçlar küresel sendikasyon kredisi piyasalarının tüm firmalar için olmasa da büyük ölçekli ve yabancı ülkelerde faaliyetleri olan firmalar için uluslararası anlamda entegre piyasalar haline geldiğini göstermektedir. Yazarların ulaştığı bir başka sonuç ise yabancı ülkelerde varlıkları ve operasyonları olan firmaların bu ülkelerdeki bankalar başta olmak üzere yabancı bankalardan borçlanmayı tercih ettikleridir. Yazarlara göre bu durum borç alan açısından bakıldığında bir firmanın yabancı bir ülkede faaliyet gösteriyor olmasının onu özellikle o ülkenin bankaları için daha bilinir kıldığını ve bilgi asimetrisinden kaynaklanan maliyetlerin düşmesine yardımcı olduğunu göstermektedir. Borç veren açısından bakıldığında ise bankaların firmanın genel merkezinin hangi ülkede olduğundan ziyade varlıklarının ve operasyonlarının ağırlıklı olarak hangi ülkede olduğu ile daha fazla ilgilendiklerini göstermektedir.

Sendikasyon kredisi literatüründe cevap aranan sorulardan biri de sendikasyon grubunda borçlu ile aynı ülkede faaliyet gösteren yerel bankalar bulunmasının kredi maliyetleri üzerinde bir etkisi olup olmadığıdır. Bunlar o ülkede kurulmuş ulusal sermayeli bankalar olabileceği gibi yabancı bir ülkede kurulmuş ancak o ülkede de faaliyetleri bulunan bankalar olabilir. Yerel bankalar borçlu ile aynı ülkede faaliyet göstermelerinden dolayı bilgi asimetrisi ve kredi sonrası izleme kaynaklı sorunları çözmeye yabancı bankalardan daha başarılıdırlar. Bu sebeple sendikasyon grubunda yerel bankaların varlığı bilgi asimetrisi ve kredi sonrası izleme maliyetlerini azaltarak tüm gruba avantaj sağlamalı ve bu avantaj borçluya daha düşük oranlardan borçlanma imkânı sunmalıdır.

Fungacovai, Godlewski ve Weill (2011) çalışmalarında 528 Rus firmasına verilen sendikasyon kredilerini incelemişler ve sendikasyon grubunda yerel banka bulunmasının kredi oranı üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar ayrıca grupta ulusal sermayeli ya da yabancı sermayeli bankalar olması ile faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuşlardır.

Nini (2004) gelişmekte olan 13 ülkedeki firmalara verilen 1.143 sendikasyon kredisini karşılaştırmış, yerel bankaların katıldığı gruplar tarafından verilen kredi maliyetlerinin yerel bankaların dâhil olmadığı, tamamının yabancı bankalar tarafından verildiği aynı risk grubundaki benzer kredilere göre ortalama %10 daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yazar ayrıca yerel bankaların bu maliyet düşürücü etkisinin yüksek riskli borçlular için daha da fazla olduğunu ortaya koymuş ve bu durumun yabancı bankaların düşük riskli krediler için kendi aralarında oluşturdukları sendikasyon grubu ile birlikte hareket ettiklerini; yüksek riskli krediler için ise borçlu ile aynı ülkeden olan yerel bankaları da sendikasyona dahil etmeyi tercih ettikleri anlamına geldiğini belirtmiştir. Bu sonuç yerel bankaların bilgi asimetrisi ve vekalet problemi konularında sahip oldukları göreceli avantaja bağlı olarak daha riskli kredi sendikasyonlarına katılmayı tercih ettikleri sonucunu da desteklemektedir. Yazar ayrıca yerel bankaların katıldığı kredilerin daha uzun vadeli, büyük tutarlı ve daha az teminatlandırılmış krediler olduğunu belirtmiştir.

Yerel bankaların sendikasyon grubuna katılmalarının kredi maliyetleri üzerindeki etkisini araştıran bir başka çalışmada Barbosa ve Ribiero (2007), diğer çalışmalara paralel olarak borçlu ile aynı ülkeden hiçbir bankanın olmadığı kredilerdeki faiz oranlarının aksi durumdaki kredilere göre daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazara göre bu sonuç yerli bankaların bilgiyi değerlendirmede yabancı bankalara göre daha iyi oldukları hipotezini desteklemektedir ve grupta yerli bir banka olmaması yabancı bankalar tarafından bu işlemin yüksek risk taşıdığı şeklinde algılanmaktadır. Yazarlara göre elde ettikleri bu sonuç sendikasyon kredileri piyasalarında yerli ve yabancı bankalar arasında bilgi asimetrisi oluşabileceğini göstermektedir.

Yabancı bankaların sendikasyon kredilerine katılma nedenlerini araştırdıkları çalışmalarında Haselmann ve Wachtel (2011) literatürde kabul gören, yabancı bankaların borçluya dair bilgiye ulaşmasının yerel bankalara göre daha zor ve yüksek maliyetli olması nedeni ile daha şeffaf firmaların sendikasyonlarına katılmayı tercih ettikleri hipotezinin sadece küçük finansal sistemlerde geçerli olduğunu; büyük ve gelişmiş finansal piyasalarda yabancı bankaların özellikle riskli firmaların sendikasyonlarına katılmayı tercih ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

2.5.7 Borç Verenlere Ait Diğer Özellikler

Yukarıdaki bölümlerde bahsedilenler dışında, sendikasyon grubuna katılan borç verenlere ait başka etkenlerin de *spread* üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalardan Hubbard, Kuttner ve Palia (2002), borç talep eden firmanın riski ve bilgi edinme maliyeti kontrol edildiğinde, düşük sermayeli bankaların sermayesi kuvvetli olan bankalara kıyasla daha yüksek oranlar talep ettiklerini ortaya koyarak buna zayıf banka etkisi (weak-bank effect) adını vermişlerdir. Yazarlara göre bu etki özellikle küçük ya da kredi notu olmayan firmaların daha yüksek oranlardan borçlanmasına yol açmaktadır.

Coleman, Esho ve Sharpe (2006) çalışmalarında lider bankanın pazarlık gücü, taşıdığı risk ve borçluyu yakından izleme yeterliliğinin kredilerin fiyatları ve vadeleri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yazarlar, yüksek riskli bankaların ve pazarlık gücü yüksek olan bankaların daha kısa vadeli ve yüksek oranlı krediler verirken, borçluyu yakından izleme kapasitesi yüksek olan bankaların ise daha uzun vadeli ve yüksek oranlı krediler verdikleri sonuçlarına ulaşmışlardır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3 VERİ SETİ

2003-2012 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinde, *spread* üzerinde etkisi araştırılan değişkenler beş ana grupta ele alınmıştır: küresel değişkenler, makroekonomik değişkenler, borçlu değişkenleri, sözleşme değişkenleri ve sendikasyon grubu değişkenleri. Çalışmanın bu bölümünde her bir grupta kullanılan değişkenlerin neler olduğu, neleri ölçtükleri, niçin analizlere dâhil edildikleri, veri kaynakları ve varsa hesaplama yöntemleri hakkında detaylı bilgi sunulmaktadır. Ayrıca her bir grup başlığı altında o grupta kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisini gösteren korelasyon matrisi de tablolar halinde verilmektedir. Tablo 3.1’de araştırmada kullanılan değişkenlerin listesi sunulurken, Tablo 3.2’de bu değişkenlere ait özet istatistik bilgileri verilmektedir.

Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler

Kısaltma		Birim	Kaynak
<i>spread</i>		Baz puan	TCMB
Küresel Değişkenler			
<i>vix</i>	VIX; Chicago Board of Exchange (CBOE)’de işlem gören, 30 gün vadeli alım ve satım opsiyonlarının örtük volatilitelerinden oluşturulmuş endeks		Chicago Board of Exchange
<i>ted</i>	Ted Spread; 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR faiz oranı ile 3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı arasındaki fark	%	Federal Reserve Bank of St. Louis
<i>libois</i>	LIBOR-OIS Spread; ABD Doları LIBOR faiz oranı ile OIS faiz oranı arasındaki fark	%	Thomson Reuters
<i>us10y</i>	10-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı	%	Board of Governors of the Federal Reserve System (US)
<i>us1y</i>	1-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı	%	Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler (Devamı)

Kısaltma		Birim	Kaynak
<i>vadepr</i>	Vade Primi; 10-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı ile 1-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı arasındaki fark	%	Board of Governors of the Federal Reserve System (US)
<i>tbill</i>	3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı	%	Board of Governors of the Federal Reserve System (US)
<i>usdlib</i>	3-ay vadeli ABD Doları LIBOR faiz oranı	%	ICE Benchmark Administration Limited (IBA)
<i>eurlib</i>	3-ay vadeli Euro LIBOR faiz oranı	%	ICE Benchmark Administration Limited (IBA)
<i>usdeurlib</i>	ABD Doları cinsi krediler için 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR faiz oranı; Euro cinsi Krediler için 3-ay vadeli Euro LIBOR faiz oranı	%	ICE Benchmark Administration Limited (IBA)
<i>embigdv</i>	JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified Sovereign Spread	Baz puan	JP Morgan
<i>kriz</i>	Küresel Kriz Dönemi Kukla Değişkeni; Ağustos 2007-Ağustos 2009 arası dönem		Yazarın Kendi Hesaplaması
Makroekonomik Değişkenler			
<i>rbuyume</i>	Reel Büyüme; Harcamalar Yöntemi ile Sabit Fiyatlarla GSYH (1998=100)	%	TÜİK
<i>cli</i>	OECD CLI (Composite Leading Indicators)		OECD
<i>cagsyh</i>	Cari Açık/GSYH	%	TCMB & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>dtagsyh</i>	Dış Ticaret Açığı/GSYH	%	TCMB & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>ihrdeg</i>	İhracat Değişim Oranı	%	TÜİK
<i>ithdeg</i>	İthalat Değişim Oranı	%	TÜİK
<i>ihrith</i>	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (İhracat/İthalat)	%	TÜİK
<i>dth</i>	Dış Ticaret Hadleri (2010=100), Aylık		TÜİK
<i>dthd</i>	Dış Ticaret Hadleri (2010=100) Değişim Oranı, Bir Önceki Aya Göre	%	TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>dthdç</i>	Dış Ticaret Hadleri (2010=100) Değişim Oranı, Üç Ay Öncesine Göre	%	TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>dthdy</i>	Dış Ticaret Hadleri (2010=100) Değişim Oranı, Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre	%	TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rek</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100), Aylık		TCMB
<i>rekç</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100), Üç Aylık		TCMB
<i>reky</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100), Yıllık		TCMB
<i>rekd</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100) Değişim Oranı, Bir Önceki Aya Göre	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rekdç</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100) Değişim Oranı, Üç Ay Öncesine Göre	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması

Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler (Devamı)

Kısaltma		Birim	Kaynak
<i>rekdy</i>	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100) Değişim Oranı, Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>kvdbrc</i>	Kısa Vadeli Brüt Dış Borç Stoku/ Toplam Brüt Dış Borç Stoku	%	Hazine Müsteşarlığı
<i>kdbgsyh</i>	Kısa Vadeli Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	%	Hazine Müsteşarlığı & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>tdbrcgsyh</i>	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYH	%	Hazine Müsteşarlığı
<i>reztdb</i>	Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç	%	TCMB & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rezith</i>	Net Uluslararası Rezervler/İthalat	%	TCMB & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rezgsyh</i>	Net Uluslararası Rezervler/GSYH	%	TCMB & TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>trcds2y</i>	2-yıl vadeli Türkiye CDS Oranı	Baz puan	Bloomberg
<i>trcds5y</i>	5-yıl vadeli Türkiye CDS Oranı	Baz puan	Bloomberg
<i>trcds10y</i>	10-yıl vadeli Türkiye CDS Oranı	Baz puan	Bloomberg
<i>trted</i>	Türkiye TED Spread; 3-ay vadeli TRLIBOR faiz oranı ile 3-ay vadeli Türk hazine bonosu faiz oranı arasındaki fark	%	TBB & Hazine Müsteşarlığı & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>gsmhbk</i>	Cari Yıl Sonu Yıllık Gayri Safi Milli Hâsıla Büyüme Beklentisi	%	TCMB
<i>cidbek</i>	Cari Yıl Sonu Yıllık Cari İşlemler Dengesi Beklentisi	Milyon ABD Doları	TCMB
<i>cagsyhbek</i>	Cari Açık/GSYH Oranı Beklentisi	%	TÜİK & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>tüfebek</i>	-Bir yıl vadeli krediler için “12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi” -Bir yıldan uzun vadeli krediler için “24 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi”	%	TCMB
<i>faizbek</i>	-01/2003-03/2006 arası dönem için “Cari Ayın Üç Aylık Hazine İhalesi Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi” -04/2006-12/2012 arası dönem için “Gelecek 12.Ayin Vadesine Altı Ay ya da Altı Aya Yakın Süre Kalmış İskontolu Devlet İç Borçlanma Senetlerinin İkincil Piyasa Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi”	%	TCMB
<i>devbek</i>	ABD Doları ve Euro yıllık devalüasyon oranı beklentisi	%	Bloomberg & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rfblib</i>	TRLIBOR Reel Faiz Oranı Beklentisi	%	TBB & Yazarın Kendi Hesaplaması

Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler (Devamı)

Kısaltma		Birim	Kaynak
<i>rfbint</i>	Bankalararası TL Piyasası Gecelik Ortalama Reel Faiz Oranı Beklentisi	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rfbtb</i>	Takasbank Borsa Para Piyasası Ağırlıklı Ortalama Gecelik Reel Faiz Oranı Beklentisi	%	Takasbank & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>rfdibs</i>	İç Borçlanma Reel Faiz Oranı Beklentisi	%	Hazine Müsteşarlığı & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>mvdt</i>	Bankalarca Açılan (1-yıl ve daha uzun vadeli, ABD Doları ve Euro) Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları	%	TCMB
Borçlu Değişkenleri			
<i>lntvar</i>	Toplam Varlıklar'ın Doğal Logaritması		TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>aktpay</i>	Toplam Aktifler/ Bankacılık Sektörü Toplam Aktifleri	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>krdpay</i>	Toplam Krediler ve Alacaklar/ Bankacılık Sektörü Toplam Krediler ve Alacakları	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>mvdtpay</i>	Toplam Mevduat/ Bankacılık Sektörü Toplam Mevduatı	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>kldrc</i>	Dış Kaynaklar/Toplam Aktifler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>syr</i>	Sermaye Yeterlilik Rasyosu	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları
<i>durakt</i>	Duran Aktifler/Toplam Aktifler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>borsad</i>	Pay Senetleri Borsa İstanbul'da İşlem Gören Banka Kukla Değişkeni		Borsa İstanbul
<i>knotd</i>	Bağımsız Bir Derecelendirme Kuruluşu Tarafından Verilen Kredi Notuna Sahip Olmayan Banka Kukla Değişkeni		Fitch Ratings & Moody's & Standard & Poor's
<i>knot</i>	Fitch Ratings (Long Term Foreign Currency Issuer Default), Moody's (Foreign Long Term Bank Deposits) veya Standard & Poor's (Long Term Foreign Issuer Credit) kuruluşları tarafından verilen kredi notu		Fitch Ratings & Moody's & Standard & Poor's & Yazarın Kendi Hesaplaması

Tablo 3.1 Analizlerde Kullanılan Değişkenler (Devamı)

Kısaltma		Birim	Kaynak
<i>aktkar</i>	Net Dönem Karı (Zararı)/Toplam Aktifler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>ozkkar</i>	Net Dönem Karı(Zararı)/Özkaynaklar	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>takred</i>	Takipteki Krediler (Brüt)/Toplam Krediler ve Alacaklar	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>likakt</i>	Likit Aktifler/Toplam Aktifler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>likvyk</i>	Likit Aktifler/Kısa Vadeli Yükümlülükler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>yppsf</i>	Yabancı Para Pasifler/Toplam Pasifler	%	TBB & TKBB & Yıllık Faaliyet Raporları & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>katilimd</i>	Katılım Bankası Kukla Değişkeni		BDDK
<i>yatirimd</i>	Yatırım Bankası Kukla Değişkeni		BDDK
<i>devletd</i>	Devlet Bankası Kukla Değişkeni		BDDK
Sözleşme Değişkenleri			
<i>vade</i>	Kredinin Vadesi	Gün sayısı	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>eurd</i>	Euro Cinsi Kredi Kukla Değişkeni		TCMB
<i>lntutar</i>	Kredi Tutarının Doğal Logaritması		TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>amac</i>	Dış Ticaretin Finansmanı Amaçlı Olmayan Kredi Kukla Değişkeni		TCMB
Sendikasyon Grubu Değişkenleri			
<i>katsay</i>	Borçveren Sayısı	Adet	TCMB
<i>hhi</i>	Herfindahl–Hirschman Index		TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>trbnk</i>	Yerel Banka Kukla Değişkeni		TCMB & BDDK
<i>trbnkpay</i>	Yerel Banka Payı	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması
<i>ndepins</i>	Mevduat Kabul Etmeyen Banka Kukla Değişkeni		TCMB
<i>ndepinspay</i>	Mevduat Kabul Etmeyen Banka Payı	%	TCMB & Yazarın Kendi Hesaplaması

Tablo 3.2 Özet İstatistikler

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	En Az	En Çok
Bağımlı Değişken					
<i>spread</i>	308	85,45	45,39	20,00	225,00
Küresel Değişkenler					
<i>vix</i>	308	20,67	8,97	10,78	53,12
<i>ted</i>	308	0,49	0,44	0,12	1,97
<i>libois</i>	308	0,29	0,33	0,06	1,53
<i>vadepr</i>	308	1,70	1,15	-0,41	3,40
<i>us10y</i>	308	3,43	1,06	1,53	5,11
<i>us1y</i>	308	1,73	1,85	0,10	5,22
<i>eurlib</i>	308	2,02	1,39	0,19	5,01
<i>usdlib</i>	308	1,97	1,95	0,25	5,50
<i>usdeurlib</i>	308	2,14	1,87	0,19	5,50
<i>tbill</i>	308	1,47	1,82	0,01	5,03
<i>embigdv</i>	308	333,79	120,53	171,86	778,87
Makroekonomik Değişkenler					
<i>rbuyume</i>	308	5,31	4,27	-4,83	9,36
<i>cli</i>	308	100,38	2,75	89,38	104,31
<i>cagsyh</i>	308	-5,68	2,07	-9,70	-1,96
<i>dtagsyh</i>	308	-9,90	1,90	-13,69	-6,29
<i>ihrdeg</i>	308	15,56	13,12	-22,64	33,68
<i>ithdeg</i>	308	17,98	18,62	-30,22	40,67
<i>ihrith</i>	308	63,23	4,10	56,01	72,48
<i>dth</i>	308	101,52	4,21	93,96	111,62
<i>dthd</i>	308	-0,01	1,70	-6,32	6,15
<i>dthdç</i>	308	-0,24	2,62	-5,81	8,22
<i>dthdy</i>	308	-1,41	3,91	-8,93	9,03
<i>rek</i>	308	116,42	8,50	99,29	131,85
<i>rekç</i>	308	116,46	8,10	101,10	130,42
<i>reky</i>	308	116,27	7,23	100,00	126,98
<i>rekd</i>	308	0,39	2,46	-10,44	6,74
<i>rekdç</i>	308	0,51	5,45	-17,58	13,77
<i>rekdy</i>	294	1,54	10,45	-18,75	18,29
<i>kdbgsyh</i>	308	8,90	2,12	6,30	12,66
<i>tdbrcgsyh</i>	308	37,84	2,78	32,31	42,14
<i>kvdrç</i>	308	23,39	4,52	16,82	30,04
<i>reztdb</i>	308	42,07	3,60	37,52	47,98
<i>rezgsyh</i>	308	15,89	1,49	13,79	18,19
<i>trcds2y</i>	308	153,97	105,85	56,91	683,79
<i>trcds5y</i>	308	239,53	115,69	126,30	854,86
<i>trcds10y</i>	308	285,11	112,40	163,68	876,23
<i>trted</i>	308	0,74	0,98	-1,45	4,42
<i>gsmhbek</i>	308	4,21	2,83	-5,50	8,80
<i>cidbek</i>	308	-36.609,73	20.106,97	-75.576,62	-5.869,20
<i>cagsyhbek</i>	308	-5,56	2,10	-9,66	-1,58
<i>tüfebek</i>	308	7,58	2,50	0,00	21,50
<i>faizbek</i>	308	13,61	6,33	6,08	40,50
<i>rfblib</i>	308	5,69	4,96	-0,60	16,86
<i>rfbint</i>	308	3,55	5,51	-5,10	13,50
<i>rfbtb</i>	308	4,32	4,36	-1,40	13,13
<i>rfbdibs</i>	308	6,53	5,10	-0,47	19,33

Tablo 3.2 Özet İstatistikler (Devamı)

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	En Az	En Çok
<i>devbek</i>	308	10,97	6,46	4,63	39,58
<i>mvdt</i>	308	3,49	0,75	2,14	5,87
Borçlu Değişkenleri					
<i>Intvar</i>	308	16,85	1,46	12,30	18,90
<i>aktpay</i>	308	6,10	4,88	0,05	15,66
<i>krdpay</i>	288	7,06	4,79	0,10	14,40
<i>mvdtpay</i>	256	7,33	4,69	0,10	14,80
<i>kldrc</i>	308	85,41	9,84	38,07	94,04
<i>syr</i>	308	22,46	19,51	7,24	142,80
<i>durakt</i>	308	4,56	3,47	0,10	23,07
<i>aktkar</i>	308	2,11	1,89	-12,55	10,28
<i>ozkkar</i>	308	14,41	17,34	-178,64	40,33
<i>takred</i>	308	4,25	3,27	0,34	27,49
<i>likakt</i>	308	32,30	12,09	8,40	60,82
<i>likkvyk</i>	308	258,44	1.197,94	13,97	12.738,97
<i>yppsf</i>	308	42,11	11,53	22,71	75,20
Sözleşme Değişkenleri					
<i>vade</i>	308	406,94	139,64	183,00	1.103,00
<i>Intutar</i>	308	12,34	0,96	8,52	13,94
Sendikasyon Grubu Değişkenleri					
<i>katsay</i>	308	22,80	15,65	2,00	72,00
<i>hhi</i>	295	1.085,21	1.012,22	181,29	6.800,00
<i>trbankapay</i>	295	60,47	19,27	0,00	100,00
<i>nondepinspay</i>	295	1,12	3,38	0,00	23,39

3.1 Küresel Değişkenler

Uluslararası ticaretteki artış, ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin gelişmesi, finansal piyasaların liberalleşerek uluslararası para akımlarının kolaylaşması ve uluslararası bankacılık sisteminde yaşanan gelişmeler gibi etkenler sonucunda dünya bir ekonomik ve finansal küreselleşme sürecine girmiştir. Küreselleşme ile birlikte dünya ekonomileri ve finansal piyasaları birbirleri ile daha fazla bütünleşmiş, bir ülke ya da bölge ekonomisinde yaşanan gelişmeler hızla diğer ekonomileri etkiler hale gelmiştir. Küresel ölçekte yaşanan bu değişim akademik araştırmaları da etkilemiş ve özellikle finansal piyasalar ile ilgili yapılan çalışmalarda küresel ekonomik durumu yansıtan değişkenler sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. Benzer bir yaklaşımla, bu araştırmada da Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*lerinin belirlenmesinde küresel ekonomik gelişmelerin ne derecede etkili olduğunu belirleyebilmek amacı ile literatürde küresel volatilité, likidite, kredi riski ve gelişmekte olan piyasalar riskini ölçmek amacıyla sıklıkla kullanılan değişkenlere yer verilmiştir. Tablo 3.3

araştırmada kullanılan küresel değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.3 Küresel Değişkenler Korelasyon Matrisi

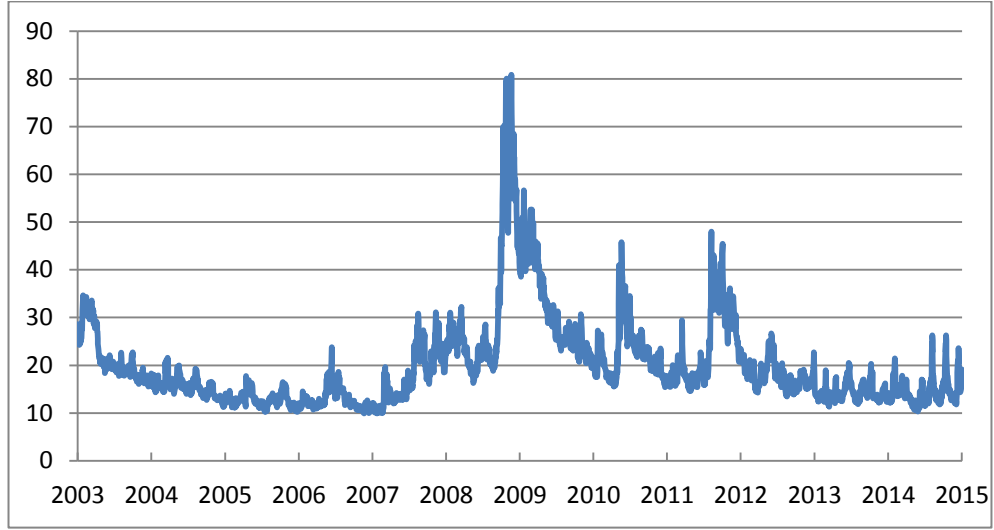
	<i>vadepr</i>	<i>embigdv</i>	<i>vix</i>	<i>ted</i>	<i>libois</i>	<i>us10y</i>	<i>us1y</i>	<i>tbill</i>	<i>usdlib</i>	<i>eurlib</i>	<i>usdeurlib</i>	<i>krizd</i>
<i>vadepr</i>	1.00											
<i>embigdv</i>	0.45	1.00										
<i>vix</i>	0.40	0.73	1.00									
<i>ted</i>	-0.27	0.35	0.50	1.00								
<i>libois</i>	0.08	0.64	0.75	0.88	1.00							
<i>us10y</i>	-0.41	-0.31	-0.44	0.11	-0.25	1.00						
<i>us1y</i>	-0.85	-0.45	-0.50	0.23	-0.19	0.83	1.00					
<i>tbill</i>	-0.87	-0.50	-0.51	0.20	-0.23	0.79	1.00	1.00				
<i>usdlib</i>	-0.87	-0.39	-0.36	0.41	-0.02	0.77	0.98	0.98	1.00			
<i>eurlib</i>	-0.56	-0.07	-0.02	0.70	0.39	0.64	0.71	0.69	0.80	1.00		
<i>usdeurlib</i>	-0.80	-0.32	-0.26	0.49	0.10	0.72	0.91	0.90	0.95	0.85	1.00	
<i>krizd</i>	0.03	0.41	0.54	0.83	0.82	0.05	0.01	-0.03	0.16	0.54	0.26	1.00

Araştırmada kullanılan küresel değişkenlerin tümü öncelikle kredinin açıldığı tarihteki aylık ortalama değerleri alınarak kullanılmışlardır. Ayrıca, elde edilen sonuçların verilerin farklı frekanslarda kullanılması durumunda değişiklik gösterip göstermediğinin sınanması amacıyla analizler değişkenlerin kredi açılış tarihindeki değerleri ve kredi açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak tekrar edilmiştir.

3.1.1 Volatilite

Ekonomik araştırmalarda küresel volatilite ölçüsü olarak sıklıkla kullanılan değişkenlerden birisi de VIX Endeksi'dir. "VIX, Chicago Board of Exchange (CBOE)'de işlem gören, 30 gün vadeli (put ve call) opsiyonlarının örtük volatilitelelerinden oluşturulmuş bir endekstir. S&P 500 hisse opsiyon fiyatlarını kullanan VIX, opsiyon fiyatlarının piyasa volatilitesi ile ilişkisinden yola çıkarak, piyasanın "beklenen volatilitesi" ni ölçmektedir" (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı). VIX, literatürde yatırımcıların volatilite beklentisini, risk iştahını ve buna bağlı olarak likiditeyi ölçmede sıklıkla kullanılmaktadır. Endeks değeri

CBOE'nin internet sitesinde günlük frekansta yayınlanmaktadır. Şekil 3.1 VIX endeksinin 2003-2014 yılları arasındaki değişimini göstermektedir.



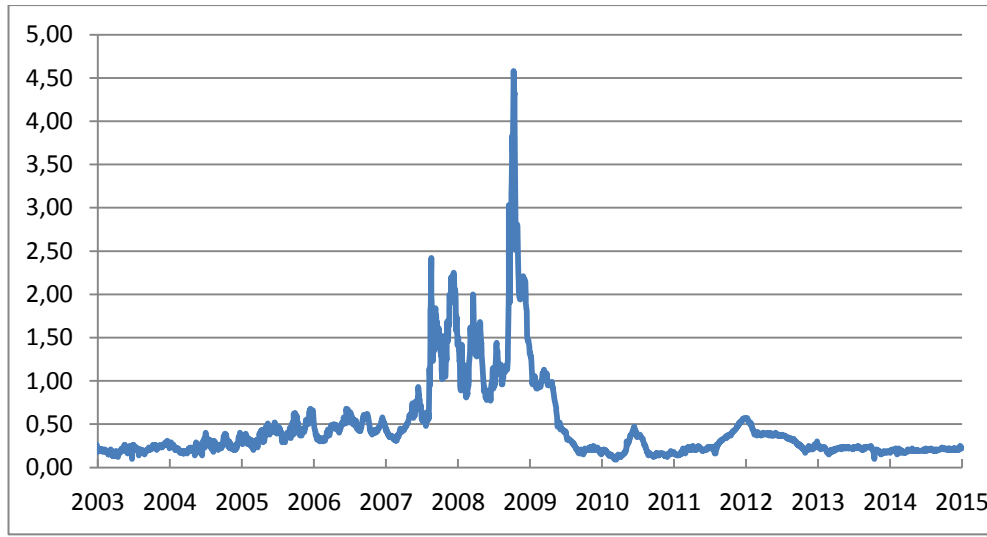
Şekil 3.1 VIX Endeksi Değeri, 2003-2014

Kredilerin açılış günlerine ait değerler CBOE'nin internet sitesinden alınırken, kredinin açıldığı aydaki ve açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalamalar bu değerler üzerinden hesaplanmıştır.

3.1.2 Kredi Riski

Küresel ekonomik durumu yansıtan bir başka önemli gösterge kredi piyasalarındaki risk seviyesidir. Kredi piyasalarındaki riski ölçümlemede risk taşıyan bir borçlanma aracı ile risksiz olarak değerlendirilen bir borçlanma aracı arasında oluşan faiz oranı farkı kullanılmaktadır. Araştırmada bu amaçla kullanılan değişkenlerden ilki TED Spread Oranı'dır. TED Spread, 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı ile 3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Artan TED Spread, piyasalarda kredi riskinin arttığının bir işareti olarak algılanmakta ve yatırımcıların daha güvenli yatırım araçlarını tercih etmeye başlayacakları şeklinde yorumlanmaktadır. Stabil ekonomik şartlarda ortalama %0,2- %0,5 aralığında seyreden TED Spread, ABD'de eşik altı (subprime) ipotekli konut kredileri piyasasında başlayarak tüm finansal piyasalara yayılan kriz ile birlikte 2007 yılı temmuz ayında %2,5 civarına yükselmiştir. 2007 ve 2008 yılları boyunca dalgalı bir seyir izleyen TED Spread oranı 2008 yılı eylül ayında banka iflasları ve

kamulaştırmaları gibi sebeplerle artmaya devam etmiş ve %4,5 seviyesine kadar yükselmiştir. Takip eden dönemde krizle mücadele için atılan adımlar sonucu piyasalardaki sakinleşmeye paralel olarak TED Spread oranı da azalmış ve %0,2'ye kadar gerilemiştir. LIBOR' un bankaların birbirlerine borç vermede kullandıkları bir faiz oranı olmasından dolayı, kredi riskine ek olarak iyi bir likidite ölçüsü olarak da kabul edilmekte olan TED Spread, St. Louis Federal Rezerv Bankası tarafından hesaplanarak internet sitesinde yayınlanmaktadır. Şekil 3.2 TED Spread oranının 2003-2014 yılları arasındaki değişimini göstermektedir.



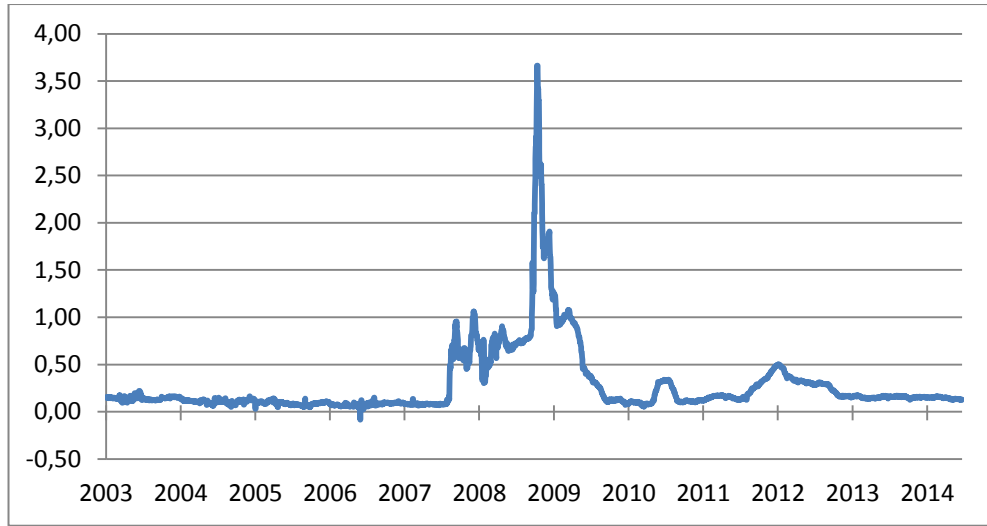
Şekil 3.2 TED Spread Oranı, 2003-2014

Analizlerde kullanılan kredinin açılış tarihindeki ve kredinin açıldığı aydaki ortalama TED Spread oranları doğrudan St. Louis Federal Rezerv Bankası'nın internet sitesinden alınırken, kredi açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalamalar günlük veriler üzerinden hesaplanmıştır.

Kredi piyasalarındaki riski ölçmekte kullanılan bir başka gösterge de bankalar arası borçlanma faiz oranı olan ve geri ödenmeme riski içeren LIBOR ile kredi riski primi düşük olan ve piyasalar tarafından gecelik risksiz borçlanma oranı olarak da değerlendirilen OIS¹⁵ arasındaki farktır. LIBOR-OIS Spread olarak adlandırılan bu fark piyasalardaki likidite riskini göstermekle birlikte bankaların birbirine olan güven

¹⁵ Uluslararası finansal piyasalarda Overnight Index Swap (OIS) olarak adlandırılan bu göstergenin Türkiye karşılığı Gecelik Vadeye Endekslenen Takas (GVET) olarak kullanılmaktadır.

düzeşinin de bir göstergesi olarak görölmektedir. LIBOR-OIS Spread oranındaki artış piyasalarda güven ortamının azalmaya ve likidite riskinin artmaya başladığını gösteren bir sinyal olarak kabul edilmektedir. 2007 yılı ağustos ayında 10 baz puan seviyelerinde olan LIBOR-OIS Spread, finansal piyasalardaki olumsuz gelişmeler ile birlikte aralık ayında 108 baz puana, 2008 yılı Ekim ayında ise 365 baz puana yükselmiştir. Krizin şiddeti ile LIBOR-OIS Spread arasında gözlenen pozitif ilişki, bu oranın finansal piyasalardaki gerilim ve stresi izlemede önemli bir gösterge olarak değerlendirilmesine neden olmuştur. Para cinsi olarak genellikle ABD Doları ve Euro LIBOR oranları üzerinden takip edilen LIBOR-OIS Spread, vade olarak ise 1-aylık ve 3-aylık LIBOR oranları üzerinden takip edilmektedir. Araştırmada gerek akademik gerekse akademi dışı çalışmalarda daha çok referans verilen ABD Doları LIBOR oranı tercih edilmiş, vade olarak ise hem 1-aylık LIBOR-OIS Spread hem de 3-aylık LIBOR-OIS Spread oranlarına yer verilmiştir. LIBOR-OIS Spread oranının günlük değerleri Thomson Reuters şirketi tarafından yayınlanmaktadır. Aylık ve doksan günlük ortalama değerler yayınlanan bu günlük değerler kullanılarak hesaplanmıştır. Şekil 3.3 3-aylık LIBOR-OIS Spread oranının 2003-2014 yılları arasındaki değişimini göstermektedir.



Şekil 3.3 3-Aylık LIBOR-OIS Spread Oranı, 2003-2014

3.1.3 Likidite

Küresel likidite ekonomik ve finansal araştırmalarda etkisi araştırılan önemli faktörlerden biridir. Küresel likiditedeki artışın özellikle gelişmekte olan ekonomiler üzerinde iki etkisinden bahsedilebilir. Bunlardan ilki, artan likiditenin varlıklara olan talebi arttırarak fiyatların yükselmesine sebep olması, diğeri ise kredi piyasalarındaki fon arzını arttırarak borçlanma maliyetlerini düşürmesidir. Literatürde küresel likidite ölçüsü olarak gelişmiş ölkelerdeki uzun ve kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı görölmektedir. Gelişmiş ölkelerdeki faiz oranlarının düşük olması küresel likiditeyi arttırarak gelişmekte olan ölkelerdeki borçlanma araçlarına olan talebi arttıracaktır. Bu bağlamda, gelişmiş ölkelerdeki faiz oranları ile Türk bankalarının aldıkları sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında pozitif bir ilişki beklenmelidir. Küresel likiditenin ölçülenmesinde uzun vadeli faiz oranı olarak 10-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranının, kısa vadeli faiz oranı olarak ise 1-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı, 3-ay vadeli ABD bonosu faiz oranı, 3-ay, 6-ay ve 1-yıl vadeli ABD Doları LIBOR oranlarının kullanıldığı görölmektedir. Ayrıca, 10-yıl ve 1-yıl vadeli ABD tahvilleri arasındaki getiri farkı alınarak hesaplanan vade primi değişkeni de küresel likiditeyi ölçmede kullanılan bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Literatürdeki çalışmalara paralel olarak araştırmada küresel likidite değişkeni olarak 10-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı¹⁶, 1-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı¹⁷, 3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı¹⁸, 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı, 3-ay vadeli Euro LIBOR oranı ve vade primi değişkenleri kullanılmıştır. Tüm bu değişkenlere St. Louis Federal Rezerv Bankası'nın internet sitesinden ulaşılabilmektedir. Vade primi değişkeni ise aynı kaynaktan alınan veriler kullanılarak 10-yıl ve 1-yıl vadeli ABD tahvil getirileri arasındaki fark alınarak hesaplanmıştır.

¹⁶ Araştırmada kullanılan 10-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı, kaynağı ABD Federal Rezerv Bankası Guvernörler Kurulu (Board of Governors of the Federal Reserve System (US)) olan ve St. Louis Federal Rezerv Bankası'nın internet sitesinde yayınlanan "10-Year Treasury Constant Maturity Rate" oranıdır.

¹⁷ Araştırmada kullanılan 1-yıl vadeli ABD tahvili faiz oranı, kaynağı ABD Federal Rezerv Bankası Guvernörler Kurulu (Board of Governors of the Federal Reserve System (US)) olan ve St. Louis Federal Rezerv Bankası'nın internet sitesinde yayınlanan "1-Year Treasury Constant Maturity Rate" oranıdır.

¹⁸ Araştırmada kullanılan 3-ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı kaynağı ABD Federal Rezerv Bankası Guvernörler Kurulu (Board of Governors of the Federal Reserve System (US)) olan ve St. Louis Federal Rezerv Bankası'nın internet sitesinde yayınlanan "3-Month Treasury Bill: Secondary Market Rate" oranıdır.

3.1.4 Gelişmekte Olan Piyasalar Riski

Küresel ekonomik değişkenler içerisinde kullanılan bir diğer değişken, JP Morgan tarafından hazırlanan ve ekonomik araştırmalarda gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısını ölçümlemede sıklıkla kullanılan EMBIGDV Sovereign Spread göstergesidir. JP Morgan tarafından hazırlanan EMBIGDV Endeksi¹⁹ kullanılarak hesaplanan EMBIGDV Sovereign Spread, gelişmekte olan ülkeler tarafından yabancı para cinsinden ihraç edilen tahvillerin getirisi ile aynı vadede ABD Hazinesi'nin çıkardığı tahvillerin getirileri arasındaki farkı göstermektedir. Farkın artması gelişmekte olan ülkeler riskinin arttığına, azalması ise riskin düştüğüne işaret etmektedir. Analizlerde kullanılan günlük EMBIGDV Sovereign Spread değerlerine JP Morgan veri tabanından ulaşılrken aylık ve kredi açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalamalar günlük değerler kullanılarak hesaplanmıştır.

3.1.5 Küresel Kriz

ABD'de eşik altı (subprime) olarak adlandırılan ipotekli konut kredileri piyasasında başlayan kriz önce tüm finansal piyasalara yayılmış, daha sonra reel ekonomileri de etkileyen bir ekonomik krize dönüşmüştür. Krizin başlangıcı olarak genellikle Lehman Brothers, Washington Mutual gibi ABD'nin önde gelen finansal kurumlarının iflas ettiği; Fannie Mae, Freddie Mac ve AIG gibi kurumlara da ABD hükümeti tarafından el konulduğu 2008 yılı son çeyreği kabul edilmektedir. Ancak, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren finansal göstergelerde gözlenen olumsuz gelişmelerin de akademik çalışmalarda dikkate alındığı görülmektedir.

Araştırmada kriz döneminin belirlenebilmesi amacıyla ilgili dönemde LIBOR-OIS Spread ve TED Spread oranlarındaki değişim incelenmiş ve her iki oranın 2007 yılı Ağustos ayında bir önceki aya göre kayda değer bir artış gösterdiği görülmüştür. Takip eden aylarda dalgalı bir seyir izleyen oranlardan TED Spread, 2009 yılı Ağustos ayında 20 baz puanın altına, LIBOR-OIS Spread ise 10 baz puanın altına düşmüş ve durağan bir seyir izlemeye başlamıştır. Bu veriler ışığında analizlerde kriz döneminin başlangıcı 2007 yılı Ağustos ayı, sonu ise 2009 yılı

¹⁹ EMBIGDV Endeksi JP Morgan tarafından hazırlanan EMBI+ ve EMBI Global Endeksleri gibi gelişmekte olan ülkeler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri kullanılarak hazırlanan bir endekstir. Bu iki endeksten farklı olarak EMBIGDV Endeksinde diğer ülkelere göre daha fazla borç stoğu bulunan ülkelerin endeks içerisindeki ağırlıkları sınırlanmaktadır.

Ağustos ayı olarak belirlenmiş ve bu dönem için bir kukla değişken oluşturulmuştur. Kriz döneminin, yarattığı belirsizlik ve finansal piyasalardaki likidite daralması sebebi ile *spreadi* yükseltici bir etki yapması beklenmelidir. Bununla birlikte, sendikasyon kredilerinde toplam faiz oranının LIBOR üzerine eklenen *spread* oranından oluştuğu düşünüldüğünde, krizin LIBOR üzerindeki muhtemel etkisi nedeniyle *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmaması da beklenebilir.

3.2 Makroekonomik Değişkenler

Sendikasyon kredilerinin uluslararası bir borçlanma aracı olduğu düşünüldüğünde borç verenlerin sendikasyona katılıp katılmama kararını vermelerinde ya da kredinin faiz oranını belirlemelerinde dikkate alacakları unsurlardan biri de borç talep eden kurumun ülkesindeki makroekonomik koşullar olacaktır. Bu koşullar arasında ekonomik büyüme, borçluluk ve ödeme gücü, dış ticaret, kurlar, döviz rezervleri ve likidite gibi farklı etkenlerden bahsedilebilir. Araştırmada Türkiye'nin tüm bu alanlardaki performansı analizlere dâhil edilmeye çalışılmış ve her bir alan ile ilgili birçok değişkene yer verilmiştir. Bu bölümde analizlerde kullanılan makroekonomik göstergeler ile ilgili detaylı bilgi verilmektedir. Ayrıca, analizlerde kullanılan makroekonomik değişkenlere ait korelasyon matrisi Tablo 3.4'te sunulmaktadır.

Tablo 3.4 Makroekonomik Değişkenler Korelasyon Matrisi

	<i>rbyume</i>	<i>cli</i>	<i>cagsyh</i>	<i>dtagsyh</i>	<i>İhrdeg</i>	<i>ithdeg</i>	<i>ihrith</i>	<i>dth</i>	<i>rek</i>	<i>kdb gsyh</i>	<i>reztdb</i>	<i>trted</i>	<i>trcds2y</i>	<i>gsmhbek</i>	<i>cagsyh bek</i>	<i>faizbek</i>	<i>devbek</i>	<i>rflib</i>	<i>tufebek</i>	<i>mvd</i>
<i>rbyume</i>	1.00																			
<i>cli</i>	0.55	1.00																		
<i>cagsyh</i>	-0.48	-0.23	1.00																	
<i>dtagsyh</i>	-0.49	-0.25	0.98	1.00																
<i>ihrdeg</i>	0.60	0.23	-0.27	-0.34	1.00															
<i>ithdeg</i>	0.88	0.36	-0.38	-0.38	0.82	1.00														
<i>ihrith</i>	-0.77	-0.39	0.92	0.91	-0.45	-0.64	1.00													
<i>dth</i>	-0.10	-0.01	0.78	0.75	0.04	0.02	0.56	1.00												
<i>rek</i>	-0.12	0.00	-0.11	0.04	-0.22	-0.09	-0.01	-0.23	1.00											
<i>kdbgsyh</i>	0.10	0.19	-0.51	-0.53	-0.19	-0.16	-0.34	-0.77	0.16	1.00										
<i>reztdb</i>	-0.34	-0.17	0.29	0.32	-0.16	-0.37	0.27	0.27	0.15	-0.48	1.00									
<i>trted</i>	0.28	-0.06	0.11	0.09	0.31	0.29	-0.09	0.29	-0.35	-0.39	0.27	1.00								
<i>trcds2y</i>	-0.19	-0.53	0.31	0.27	0.15	0.08	0.32	0.23	-0.38	-0.25	-0.30	0.30	1.00							
<i>gsmhbek</i>	0.85	0.43	-0.48	-0.53	0.85	0.88	-0.71	-0.17	-0.10	0.06	-0.25	0.29	-0.11	1.00						
<i>cagsyh bek</i>	-0.12	-0.01	0.82	0.84	-0.30	-0.10	0.62	0.80	-0.06	-0.55	0.12	0.16	0.20	-0.37	1.00					
<i>faizbek</i>	0.06	-0.11	0.52	0.46	0.52	0.35	0.33	0.67	-0.43	-0.71	0.10	0.48	0.59	0.20	0.43	1.00				
<i>devbek</i>	0.06	-0.04	0.50	0.43	0.52	0.36	0.33	0.62	-0.48	-0.60	-0.03	0.42	0.60	0.21	0.41	0.97	1.00			
<i>rflib</i>	0.12	-0.05	0.41	0.33	0.57	0.34	0.19	0.64	-0.43	-0.79	0.41	0.56	0.31	0.30	0.30	0.88	0.81	1.00		
<i>tufebek</i>	0.05	-0.09	0.35	0.30	0.40	0.32	0.26	0.35	-0.35	-0.27	-0.39	0.32	0.73	0.14	0.28	0.78	0.82	0.43	1.00	
<i>mvd</i>	-0.12	-0.11	0.08	0.04	0.33	0.01	0.05	0.17	-0.24	-0.43	0.59	0.36	0.03	0.12	-0.11	0.43	0.35	0.63	0.05	1.00

3.2.1 Ekonomik Faaliyetler

Ekonomik faaliyetler başlığı altında etkisi araştırılan ilk değişken büyüme olmuştur. Fiyat artışlarından arındırılmış olması ve ülkenin refah seviyesindeki artışı yansıtmasından dolayı reel büyüme oranı tercih edilmiş ve TÜİK tarafından ulusal hesaplar başlığı altında yayınlanan yıllık reel büyüme oranları kullanılmıştır. Ülkelerin kredibilitesini olumlu etkilemesi, borçluların gelir üretme ve geri ödeme kapasitelerini arttırması gibi etkiler yolu ile pozitif ve yüksek oranlı ekonomik büyüme ile *spread* arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmelidir.

Analizlerde ekonomik faaliyetlere ilişkin kullanılan bir diğer değişken OECD tarafından aylık olarak yayınlanan bileşik öncü göstergeler endeksidir. CLI olarak bilinen bu endeks, OECD tarafından 39 ülke ve 8 bölge için yayınlanmakta ve ülkelerin kısa vadeli ekonomik durumlarını yansıtan temel göstergeler baz alınarak hesaplanmaktadır. Ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmaları ve dönüş noktalarını önceden belirleyebilmek amacıyla hazırlanan endeks ekonomik araştırmalarda sıklıkla kullanılan bir araçtır. Araştırmada CLI-Türkiye endeksi her bir kredinin açılış tarihindeki aylık değeri ile kullanılmıştır.

3.2.2 Dış Ticaret

Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredileri çoğunlukla dış ticaretin finansmanı amacı ile kullanılmaktadır. Örneğin araştırma dönemi olan 2003-2012 yılları arasında bankacılık sektörü tarafından alınan kredilerin %88'i bu amaç ile alınmıştır. Bu nedenle, Türkiye'nin dış ticaret performansı ile Türk bankalarının sendikasyon kredisi talebi arasında doğrudan bir ilişki beklenmelidir. Araştırmada dış ticaretin ölçülmesine yönelik olarak Cari Açık/GSYH, Dış Ticaret Açığı/GSYH, ihracat değişim oranı, ithalat değişim oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı, dış ticaret hadleri, dış ticaret hadleri değişim oranı, reel efektif döviz kuru ve reel efektif döviz kuru değişim oranı değişkenleri kullanılmıştır.

Akademik çalışmalar, IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar ve bağımsız değerlendirme kuruluşları tarafından yapılan araştırma ve yayınlanan raporlar dış ticaret açığı ve buna bağlı olarak cari açığın Türkiye ekonomisinin en önemli yapısal sorunlarından biri olduğuna işaret etmektedir. Cari açıkla mücadele

için izlenen ekonomik politikaların ithalata dayalı bir üretim yapısına sahip olan Türkiye ekonomisinin büyüme performansını da olumsuz etkilediği görülmektedir. Bu sebeple, Türkiye'nin makroekonomik dengeleri için bir risk unsuru olarak kabul edilen cari açığındaki artışın Türk bankalarının aldığı sendikasyon kredilerindeki *spreadi* de olumsuz etkilemesi ve borçlanma maliyetini yükseltmesi beklenmelidir. Analizlerde, yukarıda bahsedilen araştırma ve raporlarda olduğu gibi Cari Açık/GSYH ve cari açığın oluşmasında önemli bir etkisi olan Dış Ticaret Açığı/GSYH oranları kullanılmıştır. Oranların hesaplanmasında TCMB tarafından ABD Doları cinsinden yayınlanan dış ticaret açığı ve cari açık verileri ile TÜİK tarafından yine ABD Doları cinsinden açıklanan GSYH verileri yıllık frekansta kullanılmıştır.

Araştırmada yer verilen bir diğer dış ticaret değişkeni ihracatın ithalatı karşılama oranıdır (İhracat/İthalat). İthalatın ne kadarının ihracat tarafından karşılandığını gösteren bu oran bir ülkenin dış ticaret performansı ile ilgili değerlendirme yapılmasına da imkân vermektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin çoğunlukla ihracatın finansmanı amacı ile kullanılıyor olması nedeniyle ihracatın ithalatı karşılama oranı ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmelidir. TÜİK tarafından aylık ve yıllık olarak açıklanan ihracatın ithalatı karşılama oranı, analizlerde yer alan diğer makroekonomik değişkenler ile tutarlı olması amacıyla yıllık frekansta kullanılmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranına ek olarak ihracat ve ithalattaki değişimin *spread* üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla TÜİK tarafından yıllara göre dış ticaret başlığı altında yayınlanan yıllık ihracat ve ithalat değişim oranları kullanılmıştır. Benzer şekilde, dış ticaret hacmindeki artışa işaret eden bu değişkenler ile *spread* arasında da pozitif yönlü bir ilişki beklenmelidir. Bununla birlikte, Türkiye ekonomisinin ithalata dayalı bir büyüme yapısına sahip olması nedeniyle, ithalat değişim oranı ile *spread* arasında reel büyüme değişkenine benzer şekilde ters yönlü bir ilişki olması da beklenebilir.

Dış ticaret hadleri, ihracat birim değer endeksinin ithalat birim değer endeksine oranı şeklinde ifade edilebilir. Bir ülkede dış ticaret haddinin yüzün üzerinde olması dış ticarete konu malların baz yılına göre pahalıya satılıp, ucuza

alındığını gösterir. Dolayısı ile dış ticaret haddinin yüzün üzerinde olması ülke lehine bir durum iken yüzün altındaki değerler ülke aleyhinde bir duruma işaret etmektedir. Bu nedenle dış ticaret hadlerindeki artışın *spreadi* düşürmesi beklenmelidir. Bununla birlikte alınan sendikasyon kredilerinin çoğunlukla ihracatın finansmanı amacı ile kullanılıyor olması nedeniyle dış ticaret hadlerindeki artış ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki de beklenebilir. Analizlerde TÜİK tarafından 2010 yılı bazlı olarak yayınlanan dış ticaret hadlerinin aylık değerleri ve bir önceki aya, üç ay öncesine ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranları hesaplanarak kullanılmıştır.

Dış ticaret değişkenleri ile ilişkili olarak analizlerde kullanılan bir diğer değişken reel efektif döviz kuru olmuştur. “Reel efektif döviz kuru, nominal efektif döviz kurunun²⁰ ülkeler arasındaki nispi bir fiyat veya maliyet ölçütü ile (Üretici Fiyat Endeksi-ÜFE, Tüketici Fiyat Endeksi-TÜFE, Birim İşgücü Maliyeti-BİM, Gayri Safi Yurt içi Hasıla-GSYİH deflatörü gibi) düzeltilmesini ifade eder” (TCMB Terimler Sözlüğü). Bu özelliği ile reel efektif döviz kuru ülke ekonomilerinin rekabet güçlerinin değerlendirilmesinde kullanılan önemli makroekonomik göstergelerden biridir. Reel efektif döviz kuru, TCMB tarafından birim işgücü maliyeti bazlı, TÜFE bazlı ve Yİ-ÜFE bazlı olarak üç farklı şekilde hesaplanmakta ve çeşitli frekanslarda yayınlanmaktadır. Araştırmada, TCMB’nin kurlara müdahale için dikkate alacağını açıkladığı, bu sebeple kamuoyu tarafından da yakından takip edilen TÜFE bazlı reel efektif döviz kurunun aylık, üç aylık ve yıllık serilerine ek olarak her bir serinin bir önceki döneme göre değişim oranları hesaplanarak analizlere dâhil edilmiştir.

3.2.3 Dış Borçluluk

Analizlerde *spread* üzerinde etkisi araştırılan bir diğer makroekonomik etken ise Türkiye’nin borçluluk seviyesidir. Yüksek borçluluk oranları yeni alınacak borçların geri ödenememe riskini artırırken ülkeleri ekonomik kriz ve şoklara karşı daha kırılgan hale getirerek kredibilitelerini azaltmaktadır. Bu sebeple borç verenler yüksek borçluluk oranlarına sahip ülkelere borç verirken yüksek risk primleri talep etmektedirler. Ayrıca, kamunun borçlanma ihtiyacının yüksek olduğu ekonomilerde piyasada var olan fonlara göstereceği yüksek talep faiz oranlarını yükselterek özel

²⁰ “Nominal efektif döviz kuru, belirli bir amaca uygun olarak seçilmiş döviz kurlarının, uygun bir ağırlıklandırma yöntemi kullanılarak elde edilmiş ortalamasını ifade eder” (TCMB Terimler Sözlüğü).

sektörün de borçlanma maliyetlerini arttıracaktır. Dolayısı ile ülkelerin yüksek borçluluk oranları sadece kamunun değil özel sektörün borçlanma maliyetlerini de olumsuz etkileyecek faktörlerden biridir. Sendikasyon kredilerinin Türk bankaları için bir yabancı para borçlanma aracı olduğu göz önüne alındığında Türkiye'nin dış borçluluğu daha da önem kazanmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye'nin özellikle dış borçluluğu ile Türk bankacılık sektörü tarafından alınan sendikasyon kredilerinin oranları arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmelidir. Araştırmada borçluluğa ilişkin kullanılan değişkenlerden ilki kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlara oranıdır. Literatürde likidite ölçüsü olarak da kabul edilen bu oran, Türkiye'nin vadesi bir yıl içerisinde dolacak olan dış borcunun toplam dış borcu içerisinde ne kadar yer tuttuğu ile ilgili bilgi vermektedir. Dış borç stoku verileri TCMB EVDS aracılığıyla ABD Doları cinsinden yayınlanmaktadır ve kaynağı Hazine Müsteşarlığı'dır. Toplam dış borç, borçluya göre değerlendirildiğinde özel sektör ve kamuya ait dış borçların; vadeye göre değerlendirildiğinde ise her iki kesime ait kısa vadeli ve uzun vadeli borçların toplamından oluşmaktadır. Türkiye'nin kısa vadeli dış borç yükünü yansıtmak üzere kullanılan bir başka değişken ise kısa vadeli dış borcun gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır. Bu oran kısa vadeli dış borcun ülkenin ekonomik büyüklüğü ile karşılaştırıldığında göreceli olarak ne kadar büyüklüğe sahip olduğu hakkında fikir vermektedir. Dış borç tutarının tek başına değerlendirildiğinde nominal olarak yüksek olmasına rağmen gayrisafi yurtiçi hasılaya oranının düşük olması, ülke ekonomisinin bu borcu geri ödeyebilecek kapasiteye sahip olduğunun göstergesi olduğu şeklinde yorumlanabilir. Bu oran hesaplanırken TÜİK tarafından uluslararası seçilmiş göstergeler başlığı altında yıllık ve ABD Doları cinsinden yayınlanan cari fiyatlarla gayri safi yurtiçi hâsıla verileri kullanılmıştır. Son olarak, vade ayırımı yapmaksızın toplam dış borç stokunun *spread* üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla Hazine Müsteşarlığı tarafından yıllık olarak yayınlanan Türkiye brüt dış borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı müsteşarlığın internet sitesinde yayınladığı şekli ile doğrudan kullanılmıştır.

3.2.4 Uluslararası Rezervler

Merkez bankalarının sahip olduğu uluslararası rezervler, para ve kur politikalarını yürütmek, devletin yabancı para cinsinden yükümlülüklerini yerine getirmek, küresel ölçekte yaşanan krizler ve beklenmedik uluslararası sermaye

hareketleri ile mücadele etmek için önemli bir araç olarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda uluslararası rezervler aynı zamanda bir likidite ölçüsü olarak kabul edilmekte, ülkelerin kredibilitesi ve borçlanma maliyetleri üzerinde etkili olabilmektedir. Analizlerde TCMB'nin sahip olduğu uluslararası rezervlerin *spread* üzerindeki etkisini araştırmak amacı ile Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç, Net Uluslararası Rezervler/İthalat ve Net Uluslararası Rezervler/GSYH olmak üzere üç değişkene yer verilmiştir. Net Uluslararası Rezervler verileri TCMB tarafından EVDS aracılığı ile ABD Doları cinsinden yayınlanmaktadır. Oranlar hesaplanırken TCMB tarafından ABD Doları cinsinden yayınlanan ve kaynağı Hazine Müsteşarlığı olan dış borç stoku verileri ile TÜİK tarafından yine ABD Doları cinsinden yayınlanan, yıllara göre dış ticaret verileri ve cari fiyatlarla gayri safi yurtiçi hâsıla verileri kullanılmıştır. Yabancı para yükümlülükleri yerine getirme yeterliliği ve krizlere karşı bir güven göstergesi olan uluslararası rezervler oranlarındaki artış ile *spread* arasında ters yönlü bir ilişki beklenmelidir.

3.2.5 Ülke Riski

Araştırmada makroekonomik göstergelere ek olarak ülkeleri ekonomik, politik ve diğer açılardan bütüncül olarak değerlendirerek taşıdıkları risklere yönelik değerlendirmeler sunan göstergelere de yer verilmiştir. Bu amaçla uluslararası piyasalarda sıklıkla referans alınan göstergelerden biri de CDS oranlarıdır. Türkçe karşılığı kredi temerrüt takası ya da kredi iflası takas primi olarak kullanılan bu oran, bir ülkeye borç verme karşılığında bu borcun temerrüde düşme olasılığına karşı yatırımcılar tarafından talep edilen risk primi şeklinde açıklanabilir. “Kredi temerrüt takası (Credit Default Swap – CDS) en dar tanımıyla kredi riskini etkin bir biçimde yönetme amacı taşıyan bir çeşit finansal sigorta sözleşmesi, en geniş tanımıyla ise herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alan, bunu da belli bir bedel (sigorta primi) karşılığında yapan kredi türev enstrümanına verilen isimdir” (Kunt ve Taş 2008: 80). Satın aldığı tahvilin temerrüt riskine karşı kendisini koruma altına almak isteyen bir yatırımcı bu riski üstlenmek isteyen başka bir yatırımcıya piyasada belirlenen oranda²¹ ve koşullarda ödeme yaparak tahvilden doğan alacağını sigortalayabilir. Normal sigorta

²¹ CDS oranları (primleri) baz puan olarak açıklanmaktadır. Örneğin CDS primi 200 baz puan olan bir ülkenin tahvilleri için her yıl nominal değerinin %2'si kadar CDS primi ödenmesi gerekmektedir.

poliçelerinden farklı olarak kredi temerrüt takası sözleşmeleri alınıp satılabilmektedir. İşlemler 1 yıldan başlayıp 10 yıla kadar uzanan farklı vadeler için yapılmakla birlikte araştırmada Bloomberg tarafından günlük frekansta yayınlanan 2, 5 ve 10 yıl vadeli Türkiye CDS oranlarının her bir sendikasyon kredisinin açılış tarihindeki aylık ortalama değerleri hesaplanarak kullanılmıştır. Türkiye CDS oranlarındaki artışın Türkiye'nin kredi riski seviyesindeki yükselmeye işaret etmesi nedeniyle *spreadi* arttırıcı bir etki yaratması beklenmelidir.

Bu bölümde *spread* üzerinde etkisi araştırılan bir başka faktör Türkiye kredi piyasalarındaki risk seviyesi olmuştur. Bu amaçla küresel değişkenler arasında kullanılan ve ABD verileri üzerinden hesaplanan TED Spread oranından yola çıkarak Türkiye için bir TED Spread oranı hesaplaması yapılmıştır. Kredi riski taşıyan borçlanma aracı olarak 3-ay vadeli TRLIBOR oranı ile risksiz borçlanma aracı olarak 3-ay vadeli Türk hazine bonosu faiz oranı arasındaki fark alınarak hesaplanan TR TED Spread oranındaki artış, ABD verileri üzerinden hazırlanan orana benzer şekilde, TL cinsi kredi piyasalarında risk algısının arttığı anlamına gelmektedir. Kredi piyasalarında artan risk algısının tüm borçlanma araçlarını olduğu gibi sendikasyon kredisi oranlarını da olumsuz etkilemesi beklenmelidir. Bu oranın hesaplanmasında TBB tarafından belirlenerek yayınlanan 3-ay vadeli TRLIBOR oranı ve Bloomberg tarafından yayınlanan 3-ay vadeli Türk hazine bonosu oranı verileri kullanılmıştır. Her iki veri günlük olarak yayınlanmakla birlikte analizlerde her bir kredinin açılış tarihindeki aylık ortalama değerleri kullanılmıştır.

3.2.6 Beklenti Değişkenleri

Araştırmada Türkiye'nin makroekonomik performansını yansıtan değişkenlere ek olarak bu değişkenlere yönelik beklentiler de ele alınmıştır. Analizlerde kullanılacak beklenti değişkenlerinin belirlenmesinde TCMB tarafından gerçekleştirilen beklenti anketlerinin sonuçlarından faydalanılmıştır. Bu bölümdeki tüm değişkenlerde, her bir kredinin açılış tarihinden önce yapılan son anketin sonuçları dikkate alınmıştır. Bu amaçla kullanılan değişkenlerden ilki, ekonomik büyüme beklentisi verisi olarak yayınlanan "Cari Yıl Sonu Yıllık Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Beklentisi" olmuştur. Cari işlemler dengesindeki beklenti değişkeni için "Cari Yıl Sonu Yıllık Cari İşlemler Dengesi Beklentisi"; enflasyon beklentisi

değişkeni için bir yıl vadeli kredilerde “12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi”, iki yıl ve üzeri vadeli kredilerde ise “24 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi”; kısa vadeli faiz beklentisi değişkeni için 2006 yılı Mart ayına kadarki dönem için “Cari Ayın Üç Aylık Hazine İhalesi Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi”, takip eden dönemde ise bu anketin uygulanmasına son verildiği için “Gelecek 12.Ayın Vadesine Altı Ay ya da Altı Aya Yakın Süre Kalmış İskontolu Devlet İç Borçlanma Senetlerinin İkincil Piyasa Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi” verileri kullanılmıştır.

Analizlerde TCMB tarafından gerçekleştirilen beklenti anketlerine ek olarak üç farklı beklenti değişkeni daha hesaplanmıştır. Bunların ilki Cari Açık/GSYH oranı beklentisidir. Bu değişken hesaplanırken TÜİK “Cari Yıl Sonu Yıllık Cari İşlemler Dengesi Beklentisi” ve “Cari Yıl Sonu Yıllık Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Beklentisi” anketlerinin sonuçlarından faydalanılmıştır²².

İkinci beklenti değişkeni ise devalüasyon beklentisidir. Bu değişken oluşturulurken Bloomberg tarafından yayınlanan ABD Doları ve Euro para birimlerine ait spot ve vadeli işlem sözleşmesi (forward) kur verileri kullanılmıştır. Vadeli işlem sözleşmeleri, farklı para birimlerinin ileri bir tarihte bugünden belirlenmiş kur ve tutarlar üzerinden alım veya satımını düzenleyen anlaşmalardır. Alınım-satılacak para birimlerinin neler olduğu, tutar, işlemin hangi tarihte gerçekleştirileceği ve hangi kurdan işlem yapılacağı gibi anlaşma şartlarının tamamı sözleşme tarihinde belirlenir. Vadeli işlem sözleşmelerinin en büyük avantajı taraflara sözleşme tarihinden itibaren başlayarak gelecekteki kur oranını sabitleme imkânı sunmalarıdır. Bu özellikleri ile vadeli işlem sözleşmeleri özellikle dış ticaret işlemlerinde kur riskine maruz kalan firmalara bu riskten korunma imkânı sunan önemli bir araçtır. Finansal piyasalardaki gelişmeler sonucu bu tür sözleşmeler standardize olmuş ve organize borsalarda alım satılabilir hale gelmişlerdir. Böylelikle, kur riski taşımamalarına rağmen sadece kurlardaki değişimlerden para kazanmayı hedefleyen yatırımcı ve spekülâtörler tarafından da sıklıkla talep edilen bir finansal yatırım aracı olarak gelişme göstermişlerdir. İleri tarihte yapılacak bir

²² Cari Açık/GSYH Beklentisi = Cari Yıl Sonu Yıllık Cari İşlemler Dengesi Beklentisi / (Bir Önceki Yılın Gerçekleşen GSYH’sı * Cari Yıl Sonu Yıllık Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Beklentisi)

döviz alım-satım işlemine ait kurun bugünden belirlenmiş olması nedeniyle vadeli işlem piyasalarında oluşan döviz kurları, döviz kuru beklentilerini en iyi yansıtan göstergelerden biridir. Ayrıca, piyasa koşullarında belirleniyor olmaları nedeni ile de beklenti anketleri yolu ile elde edilen verilere göre çok daha güvenilir oldukları kabul edilebilir. Yapılan analizlerde sendikasyon kredisinin hangi para birimi üzerinden verildiğine bağlı olarak, ilgili para biriminin kredi açılış tarihinden önceki en yakın tarihli 1-yıl vadeli forward kuru ile spot kuru arasındaki yüzde değişim oranı hesaplanmış ve beklenen devalüasyon oranı olarak kullanılmıştır.

TCMB tarafından gerçekleştirilen beklenti anketlerine ek olarak *spread* üzerindeki etkisi araştırılan üçüncü beklenti değişkeni ise reel faiz beklentisidir. Reel faiz oranı, bir borç işleminde tarafların üzerinde anlaştıkları nominal faiz oranından enflasyon etkisinin arındırılması yolu ile elde edilen olan orandır ve paranın satın alma gücündeki değişimi yansıtır. Analizlerde kullanılan reel faiz oranı beklentisi, literatürde “Fisher Denklemi”²³ olarak bilinen eşitlik yolu ile beklenen enflasyon oranı²⁴ kullanılarak hesaplanmıştır. Dört farklı faiz oranı üzerinden reel faiz beklentisi hesaplanmıştır: TCMB tarafından açıklanan “Bankalararası TL Piyasası Gecelik Ortalama Faizler”, Takasbank tarafından açıklanan “Takasbank Borsa Para Piyasası Ağırlıklı Ortalama Gecelik Faiz Oranı”, TBB tarafından açıklanan “3-ay vadeli TRLIBOR Faiz Oranı” ve Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan “İç Borçlanma Faiz Oranları Ortalama Bileşik”. Bu faiz oranlarının tümü aylık olarak açıklanmaktadır ve analizlerde her bir kredinin açılış tarihindeki aylık değerleri kullanılmıştır.

3.2.7 Yabancı Para Mevduat Maliyeti

Sendikasyon kredileri Türk bankaları için uluslararası bir finansman kaynağıdır. Bankaların bu kaynağa gösterecekleri talebi etkileyen faktörlerden biri de yurtiçinde yabancı para cinsinden topladıkları mevduatın maliyeti olacaktır. Bir bankanın yurtiçinde döviz mevduat toplama maliyetinin sendikasyon kredi

²³ ABD’li ekonomist Irving Fisher nominal faiz oranları ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi $(1+\text{Nominal Faiz Oranı}) = (1+\text{Reel Faiz Oranı}) \times (1+\text{Enflasyon Oranı})$ eşitliği ile açıklamıştır.

²⁴ Fisher Denklemi kullanılan beklenen enflasyon oranı, TCMB tarafından gerçekleştirilen “12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi (%)” anketinin sonuçlarıdır. Bu anket sonuçları analizlerde enflasyon beklentisi değişkeni olarak da kullanılmıştır.

maliyetinden düşük olması durumunda yabancı para finansmanını mevduat yoluyla sağlamayı tercih etmesi ve sendikasyon kredisine talep göstermemesi beklenmelidir. Bu etkiyi belirleyebilmek amacıyla TCMB tarafından açıklanan “Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları” kullanılmıştır. Bir yıl ve daha uzun vadeli Euro ve ABD Doları üzerinden açılan mevduatlar için hesaplanan sektörün ağırlıklı ortalama faiz oranları, ilgili hafta içinde banka bazında fiilen açılan mevduat tutarlarının mevduat türleri itibarıyla müşteri bazında her bir mevduata uygulanan faiz oranları ile ilişkilendirilmesi ve yıl bazına getirilmesiyle hesaplanmaktadır.

3.3 Borçlu Değişkenleri

Bir kredi sözleşmesinde borç veren tarafından talep edilecek faiz oranını belirleyen faktörlerden biri de bu işlem nedeni ile yüklenmek zorunda olduğu risklerdir. Bu risklerin başında da borçlunun iflas etmesi ve yükümlülüklerini yerine getirememesi olarak tanımlanabilecek kredi riski gelmektedir. Borç verenler bu risk karşısında talep edecekleri primi kredi faiz oranına yansıtacaklardır. Kredi riski primi, finansal durumu iyi, geri ödeme gücü yüksek olan borçlular için düşükken, finansal durumu güçlü olmayan ve borcunu geri ödeyememe olasılığı yüksek borçlular için yüksek olacaktır. Dolayısı ile borçlunun finansal durumu ve borcunu geri ödeme kapasitesi ile borç veren tarafından talep edilecek faiz oranı arasında doğrudan bir ilişki vardır. Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde bu ilişkinin varlığını ve derecesini araştırmak amacı ile analizlerde bankaların türü, kredi notuna sahip olup olmadıkları, pay senetlerinin halka açıp olup olmadığı gibi kukla değişkenlere ek olarak finansal göstergelere de yer verilmiştir. Finansal göstergelerin tümü literatürdeki çalışmalara paralel olarak borçlu bankanın kredi açılış tarihinden önceki son yılsonu bilanço ve gelir tablolarındaki veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Türkiye’de faaliyet gösteren ticari ve yatırım bankalarının finansal tabloları, bu tablolardan yola çıkarak hazırlanan oranlar ve bankalara ait diğer bilgiler TBB’nin; katılım bankalarına ait benzer bilgiler ise TKBB’nin internet siteleri üzerinden yayınlanmaktadır. Borçlu bankalara ait bilgiler bu iki internet sitesi üzerinden ve bankaların yıllık faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Tablo 3.5 araştırmada kullanılan borçlu değişkenleri arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.5 Borçlu Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>Intvar</i>	<i>aktpay</i>	<i>diskakt</i>	<i>syr</i>	<i>durakt</i>	<i>knot</i>	<i>aktkar</i>	<i>ozkkar</i>	<i>takred</i>	<i>likakt</i>	<i>likkvyuk</i>	<i>yppsf</i>	<i>knotd</i>	<i>borsad</i>	<i>devletd</i>	<i>yatirimd</i>	<i>katilimd</i>
<i>Intvar</i>	1.00																
<i>aktpay</i>	0.87	1.00															
<i>diskakt</i>	0.29	0.22	1.00														
<i>syr</i>	-0.25	-0.18	-0.93	1.00													
<i>durakt</i>	0.01	0.15	0.21	-0.23	1.00												
<i>knot</i>	-0.52	-0.33	0.15	-0.14	0.45	1.00											
<i>aktkar</i>	-0.04	-0.02	-0.62	0.53	-0.30	-0.20	1.00										
<i>ozkkar</i>	0.12	0.11	-0.01	0.00	-0.17	-0.11	0.72	1.00									
<i>takred</i>	0.06	0.07	0.24	-0.20	0.53	0.23	-0.29	-0.16	1.00								
<i>likakt</i>	0.21	0.42	0.20	-0.13	0.16	-0.01	-0.05	0.11	0.14	1.00							
<i>likkvyuk</i>	-0.16	-0.17	-0.65	0.70	-0.19	-0.11	0.36	-0.02	-0.11	-0.11	1.00						
<i>yppsf</i>	-0.41	-0.23	0.09	0.02	0.25	0.46	-0.12	-0.07	-0.00	0.09	-0.07	1.00					
<i>knotd</i>	-0.32	-0.21	-0.09	0.05	-0.02	.	-0.07	-0.12	0.07	-0.03	-0.03	0.10	1.00				
<i>borsad</i>	0.50	0.42	0.50	-0.50	0.22	-0.02	-0.23	0.05	-0.00	0.24	-0.36	-0.08	-0.36	1.00			
<i>devletd</i>	0.04	-0.07	-0.39	0.41	-0.23	-0.09	0.29	0.06	0.12	-0.11	0.35	-0.27	-0.09	-0.28	1.00		
<i>yatirimd</i>	-0.41	-0.37	-0.77	0.77	-0.22	-0.08	0.45	-0.02	-0.27	-0.25	0.48	0.28	0.10	-0.45	0.32	1.00	
<i>katilimd</i>	-0.16	-0.27	0.07	-0.10	0.03	0.10	-0.01	0.04	-0.04	-0.26	-0.05	-0.13	0.08	-0.13	-0.12	-0.09	1.00

Analizlerde kullanılan borçluya özel değişkenlerin başında borçlu bankanın bilanço büyüklüğü yer almaktadır. Bilanço büyüklüğü akademik çalışmalarda borçlu ile borç veren arasındaki bilgi asimetrisini ölçmede sıklıkla kullanılan değişkenlerden biridir. Büyük firmaların küçük firmalara kıyasla daha şeffaf oldukları ve büyük firmalara ait bilgilere ulaşmanın daha kolay olduğu varsayımına dayanarak firma büyüklüğü ile bilgi asimetrisi arasında negatif yönlü bir ilişki kurulmaktadır. Dolayısı ile, daha büyük bilançolara sahip Türk bankalarının daha düşük *spread* ile borçlanabilmeleri beklenmelidir.

Türkiye sendikasyon kredisi piyasasını diğer ülke pazarlarından ayıran önemli bir özellik işlemlerin çoğunlukla daha önceden kurulmuş olan karşılıklı ilişkiler aracılığı ile yürütülüyor olmasıdır. Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar genellikle daha önceki sendikasyon kredilerinde görev alan belirli sayıdaki lider düzenleyici bankalar ile sürekli olarak çalışmayı tercih etmektedirler. Piyasanın bir başka önemli özelliği ise lider düzenleyici bankaların bu işlemlere kar amaçlı değil Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ile geleceğe dönük iş ilişkilerini devamlı tutmak amacı ile yaklaşıyor olmalarıdır. Benzer bir motivasyonun katılımcı bankalar için de geçerli olduğu söylenebilir. Sendikasyon grubunda yer almak, bankalara ileriki dönemlerde borçlu banka ile hazine, dış ticaret işlemleri, muhabirlik gibi diğer bankacılık işlemleri üzerinden kazanç elde etme imkânı sunmaktadır. Bu kazanç borç veren bankaların sendikasyon kredi işlemlerinde olması gerekenden çok daha düşük oranları kabul etmelerini sağlamaktadır. Bu bağlamda bilanço büyüklüğü, borçlu bankanın gruptaki bankalara gelecekte sunabileceği kazanç potansiyelini yansıtması açısından önemli bir göstergedir. Büyük bilançolara sahip bankaların sendikasyon grubundaki bankalara gelecekte daha fazla iş yapma ve kazanç elde etme imkanı sunması sebebi ile daha düşük *spread* ile borçlanabilmeleri beklenmelidir.

Araştırmada banka büyüklüğünü ölçmeye yönelik olarak kullanılan değişkenlerden biri de bankanın toplam bankacılık sektörü içerisindeki payıdır. Sektör payını belirlemeye yönelik olarak bankaların Türk bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü, mevduat büyüklüğü ve kredi ve alacaklar büyüklüğü içindeki payları olmak üzere üç farklı oran kullanılmıştır. Bu oranlar arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi nedeni ile analizlerde bankaların aktif büyüklüklerine göre sahip oldukları

sektör paylarına yer verilmiştir. Tablo 3.6 bankaların aktif, krediler ve alacaklar ve mevduat bazında sahip oldukları pazar payları arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.6 Pazar Payı Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>aktpay</i>	<i>krdpay</i>	<i>mvdtpay</i>
<i>aktpay</i>	1.0000		
<i>krdpay</i>	0.9808	1.0000	
<i>mvdtpay</i>	0.9932	0.9766	1.0000

Literatürde borç talep eden kurumun finansal durumunu değerlendirmede kullanılan değişkenlerden biri de kaldıraç oranıdır. Kurumun finansmanında sahip olduğu özkaynağa oranla ne ölçüde yabancı kaynaklara başvurduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilecek kaldıraç oranının yüksek olması, borç verenler tarafından borçlunun gelecekteki finansman ihtiyacını karşılamada zorluk yaşayabileceği, temerrüde düşüp yükümlülüklerini yerine getiremeyebileceği olasılığının yüksek olması şeklinde yorumlanır. Bu sebeple yüksek kaldıraç oranına sahip bir kurumun daha yüksek faiz oranlardan borçlanması beklenmelidir. Literatürde kaldıraç oranı olarak standart bir göstergenin olmadığı, borçlunun öz kaynakları, dış kaynakları ve toplam varlıklarının birbirlerine farklı şekillerde oranlanarak hesaplandığı görülmektedir. Araştırmada kaldıraç oranı olarak kredi alan bankanın sahip olduğu dış kaynakların toplam aktiflere oranı kullanılmıştır. Dış kaynaklar bankanın öz kaynakları dışında kalan tüm yükümlülükleri olarak kabul edilmiş ve pasif toplamından öz kaynak toplamı çıkarılarak hesaplanmıştır²⁵.

Bu grupta etkisi araştırılan bir diğer faktör sermaye yeterliliğidir. Temel fonksiyonları finansal aracılık olan bankalar gelişen teknoloji, çeşitlenen finansal ürünler, finansal küreselleşme gibi etkenler sonucunda kredi riskine ek olarak farklı risk türleri ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bankaların karşı karşıya oldukları risklerdeki bu artış ve çeşitlenme sermaye yeterliliğini bankacılık sektörü için çok daha önemli kılmaktadır. Bu öneme binaen BIS tarafından düzenlenen Basel Komitesi bankaların taşıdıkları riskler karşılığında sahip olmaları tavsiye edilen

²⁵ Dış Kaynaklar/Toplam Aktifler = 1-(Özkaynaklar/ToplamAktifler)

asgari sermaye yükümlülükleri belirlemiştir. Bu tavsiyelerin ilki 1996 yılında Basel I olarak bilinen kriterdir. Takip eden yıllarda ortaya çıkan finansal gelişmeler ve yaşanan krizlerin etkisi ile bu tavsiyeler güncellenmiş, Basel II ve son olarak Basel III standartları ortaya konmuştur. Ülkemizde de BDDK tarafından yapılan sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerde bu standartlar dikkate alınmıştır. Araştırmada her bir banka için TBB ve TKBB internet sitelerinden ulaşılabilen sermaye yeterliliği standart oranı kullanılmıştır. Bu oran 2003-2006 yılları arasında alınan sendikasyon kredileri için Muhasebe Uygulama Yönetmeliği kapsamındaki Tebliğ 17'deki dipnotların "Mali Bünye" ile ilgili bölümünde hesaplanan ve kamuya açıklanan sermaye yeterliliği standart oranı²⁶ iken 2007-2012 yılları arasında alınan krediler için "Bankalarca Kamuya Açıklanacak Finansal Tablolara İlişkin Açıklama ve Dipnotlar Hakkında Tebliğ" kapsamındaki dipnotların "Mali Bünye" ile ilgili bölümünde hesaplanan ve kamuya açıklanan sermaye yeterliliği standart oranıdır²⁷. TBB ve TKBB internet sitelerinde yayınlanmayan yıllar ve bankalar için ise ilgili yılın ve bankanın faaliyet raporlarından yararlanılmıştır.

Kredi sözleşmelerinde faiz oranını belirleyen faktörlerden biri de borç veren ve borçlu arasındaki bilgi asimetrisidir. Literatürdeki çalışmalarda bilgi asimetrisinin ölçülmesinde borçlunun sahip olduğu maddi duran varlıkların kullanıldığı görülmektedir. Bilançolarında yüksek oranda maddi duran varlığa sahip olan borçlular, haklarında daha fazla bilgi sahibi olunan, daha şeffaf ve bilgi asimetrisi sorununun daha az olduğu borçlular olarak değerlendirilmekte ve daha düşük oranlardan borçlanabilmektedirler. Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde de böyle bir ilişkinin olup olmadığının belirlenebilmesi için analizlere, literatürdeki çalışmalarda da sıklıkla kullanılan Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar oranı dâhil edilmiştir. Bankaların üretim ve lojistiğe yönelik duran varlıklara sahip olmamaları, sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalara kıyasla farklı bir bilanço sistemlerinin olması gibi sebepler nedeniyle bankacılık sektörüne özel bir duran varlık hesaplaması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bu amaçla TBB tarafından

²⁶ Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa+Operasyonel Riske Esas Tutar) *100

²⁷ Özkaynaklar / ((Kredi + Piyasa+Operasyonel Riski İçin Gerekli Sermaye Yükümlülüğü)*12.5)*100

Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar için yıllık olarak hesaplanarak yayınlanan Duran Aktifler/ Toplam Aktifler²⁸ oranı kullanılmıştır.

Literatürde bilgi asimetrisini ölçmeye yönelik kullanılan bir başka değişken ise borçlunun pay senetlerinin borsada işlem görüp görmediğidir. Halka açık firmaların yasal düzenlemelere tabi olması, finansal tablolarını belirlenen standartlar ve dönemlerde ilan etmeleri, piyasalara ve yatırımcılara bilgi verme zorunluluğu olmaları gibi etkenler nedeni ile bilgi asimetrisi kaynaklı maliyetler bu firmalar için düşük olacaktır. Bunlara ek olarak, halka açık firmaların daha büyük ve yüksek itibarlı firmalar olması, sahip oldukları pazarlık gücü gibi etkenlerle daha düşük maliyetler ile borçlanabilmeleri beklenmelidir. Analizlerde pay senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören bankalar için bir kukla değişkeni oluşturulmuştur. Bu bankaların, pay senetleri Borsa İstanbul’da işlem görmeyen bankalara kıyasla daha düşük *spread* ile borçlanması beklenmelidir. Literatürde aynı amaçla kullanılan bir başka değişken ise borçlunun bağımsız bir derecelendirme kuruluşu tarafından verilen bir kredi notunun olup olmadığıdır. Kredi notu olan firmalar haklarında bağımsız değerlendirmeden geçmiş, kaliteli ve tarafsız bilgi sahibi olunan, daha şeffaf firmalar olarak değerlendirilmektedir. Kredi notuna sahip bir firma ile borç veren arasındaki bilgi asimetrisi kaynaklı maliyetin daha düşük olması ve bunun kredi faiz oranına düşürücü yönde etki yapması beklenmelidir. Bu etkinin belirlenebilmesi amacıyla araştırma dönemi içerisinde kredi notuna sahip olmayan bankalar için bir kukla değişkeni oluşturulmuştur.

Borç talep eden kurumların risk durumlarının ve kredibilitelerinin en önemli göstergelerinden biri de sahip oldukları kredi notu seviyesidir. Yüksek kredi notuna sahip bankaların daha düşük faiz oranlarından, düşük kredi notuna sahip bankaların ise taşıdıkları yüksek risk nedeni ile daha yüksek oranlardan borçlanmaları

²⁸ 2003-2006 yılları arasında alınan krediler için **Duran Aktifler** = İştirakler (net) + Bağılı Ortaklıklar (net) + Maddi Duran Varlıklar (net) + Maddi Olmayan Duran Varlıklar + Takipteki Krediler - Özel Karşılıklar. 2007 yılı ve sonrasında alınan sendikasyon kredileri için **Duran Aktifler** = İştirakler (net) + Bağılı Ortaklıklar (net) + Birlikte Kontrol Edilen Ortaklıklar (net) + Maddi Duran Varlıklar (net) + Maddi Olmayan Duran Varlıklar + Satış Amaçlı Elde Tutulan (2007'den sonra "ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin") Duran Varlıklar + Takipteki Krediler - Özel Karşılıklar

beklenmelidir. Türk bankalarının sahip oldukları kredi notlarının aldıkları sendikasyon kredilerinin *spread* üzerinde böyle bir etkisi olup olmadığının incelenmesi amacıyla öncelikle her bir bankanın araştırma dönemi içerisinde hangi kuruluşlar tarafından değerlendirildikleri incelenmiştir. Bazı bankaların sadece bir, bazılarının ise birden fazla kurum tarafından değerlendirildiği ve en çok bankayı değerlendiren kurumun Fitch Ratings²⁹ olduğu görülmüştür. Fitch Ratings tarafından verilmiş kredi notu olmayan bankalar için sırasıyla Moody's³⁰ ve Standard & Poor's³¹ şirketleri tarafından verilen kredi notları kullanılmıştır. Tablo 3.7 bu üç bağımsız derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notu çizelgelerini en yüksek nottan en düşüğe doğru karşılaştırmalı olarak sunmaktadır. Araştırmada bankaların almış oldukları kredi notları Tablo 3.7'de sunulan çizelge yardımıyla yüksekten düşüğe doğru yedi gruba ayrılmış ve analizlerde bu sıra ile kullanılmışlardır. Bankaların kredi notlarına öncelikle Bloomberg veri servisinden ulaşılmış, burada bulunamayan bankalar için ilgili yılın faaliyet raporlarına başvurulmuştur.

²⁹ Uzun Vadeli Yabancı Para (Long Term Foreign Currency Issuer Default) Kredi Notu

³⁰ Uzun Vadeli Döviz Mevduat (Foreign Long Term Bank Deposits) Kredi Notu

³¹ Uzun Vadeli Yabancı Para Mevduat (Long Term Foreign Issuer Credit) Kredi Notu

Tablo 3.7 Bağımsız Derecelendirme Kuruluşları Not Çizelgesi

	S&P	Moody's	Fitch	Kredi Notu Değişkeni ³²
Yatırım Yapılabilir Seviye	AAA	Aaa	AAA	
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	1
Spekülatif Seviye	BB+	Ba1	BB+	2
	BB	Ba2	BB	3
	BB-	Ba3	BB-	4
	B+	B1	B+	5
	B	B2	B	6
	B-	B3	B-	7
	CCC+	Caa1	CCC+	
	CCC	Caa2	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	
	CC	Ca	CC	
	C	C	C	
İflas	D	WR	DDD	
			DD	
			D	

Araştırmada *spread* üzerinde etkisi araştırılan borçlu değişkenlerden biri de karlılık olmuştur. Analizlerde literatürde de sıklıkla kullanılan aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı değişkenlerine yer verilmiştir. Aktif karlılığı net dönem karının toplam aktiflere oranı, özkaynak karlılığı ise net dönem karının özkaynaklara oranı olarak hesaplanmıştır. Yüksek karlılık oranına sahip bankaların güçlü bir finansal yapıya sahip olmaları ve bu bankalar tarafından alınan kredilerin geri ödemesinde sorun olmayacağı beklentisiyle daha düşük oranlardan borçlanabilmeleri gerekmektedir. Bu bağlamda, karlılık oranları ile *spread* arasında ters yönlü bir ilişki gözlemlenmelidir.

³² Araştırma dönemi içerisinde sendikasyon kredisi alan bankaların yedi farklı seviyede kredi notuna sahip oldukları görülmüştür. Analizlerde bu notlardan en yükseğine (BBB+/Baa1/BBB+) 1 değeri verilirken en düşük nota (B-/B3/B-) 7 değeri verilmiştir.

Bankaların finansal durumları ile ilgili önemli göstergelerden biri de aktif kalitesidir. Temel işlevleri finansal aracılık olan bankalar mevduat sahiplerinden topladıkları fonları bu fonlara ihtiyacı olan kurumlara kredi olarak vermektedirler. Bu kredilerin geri ödenebilir olması bankanın mevduat sahiplerine karşı olan yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri açısından kritik önem taşımaktadır. Bir bankanın mevduat sahiplerine karşı olan yükümlülüklerini yerine getirememesi ile ortaya çıkacak olumsuzluklar zincirleme bir etki ile tüm bankacılık sistemini ve hatta ülke ekonomisini etkileyecek boyutlara ulaşabilir. Bu sebeple bir bankanın dikkat edeceği en önemli unsur verdiği kredilerin zamanında ve önceden anlaşılan koşullarda geri ödenebilir olmasıdır. Ne var ki, her sektörde olduğu gibi bankacılık sektöründe de alacakların sıfır sorun ile tahsil edilebilmesi mümkün olmamaktadır. Zamanında tahsil edilemeyen krediler banka bilançolarında ayrı bir hesapta takip edilmekte ve bunlar için karşılık ayrılmaktadır. Sağlıklı kredi portföyüne sahip bir bankada, takipteki kredilerin toplam kredilere oranı düşük olacaktır. Bankacılık literatüründe aktif kalitesinin bir ölçüsü olarak kullanılan bu oranın düşük olması bankalar için olumlu bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Dolayısı ile, bu oran ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki olması beklenmelidir.

Bir bankanın vadesi gelen sorumluluklarını yerine getirebilmesi ya da beklenmedik nakit çıkışlarına cevap verebilmesi etkin bir likidite yönetimi gerektirmektedir. Aktiflerin nakde dönüşmesindeki sorunlar, aktif ve pasiflerin vadelerindeki uyumsuzluk gibi nedenler ile ortaya çıkabilecek likidite riski bankaları ödemelerini zamanında yapamama riski ile karşı karşıya getirmektedir. Bu sebeple bankalar topladıkları fonların belirli bir kısmını likit aktiflerde değerlendirmek ve gerekli olan likiditeyi sürekli hazırda bulundurmak zorunda kalmaktadırlar. Bankacılık sektöründe var olan risklerin belki de en kritiklerinden biri olan likidite riski, iyi yönetilemediğinde bankanın iflas etmesine sebep olabilecek kadar yüksek önem taşımaktadır. Bununla birlikte, yüksek likidite bankaların karlılığını olumsuz etkilemekte ve banka yönetimlerini aşırı likit olma ile yeteri kadar likit olmama arasında bir denge oluşturmaya zorlamaktadır. Likidite ölçümünde farklı oranlar

kullanılmakla birlikte analizlerde Likit Aktifler³³/ Toplam Aktifler ve Likit Aktifler/ Kısa Vadeli Yükümlülükler³⁴ oranları sendikasyon kredisi alan bankaların likidite ölçüsü olarak kullanılmıştır.

Sendikasyon kredileri Türk bankaları için bir tür yabancı para borçlanma aracıdır. Araştırma döneminde Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin tamamının Amerikan Doları ve Euro cinsinden alındığı görülmektedir. Alınan sendikasyon kredileri banka bilançolarının pasifler bölümünde yurtdışı banka, kuruluş ve fonlardan alınan krediler bölümünde yabancı para pasifler olarak sınıflandırılmaktadır. Bir bankanın toplam pasifleri içerisinde ne kadarının yabancı para cinsinden olduğu bankanın uluslararası fon kaynaklarına ulaşmadaki uzmanlığının bir göstergesi olarak kabul edilebilir ve böyle bir bankanın daha düşük *spread* ile borçlanması beklenebilir. Bu amaçla, TBB tarafından Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar için yıllık olarak hesaplanarak yayınlanan YP Pasifler/Toplam Pasifler oranı analizlerde bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bankaların sendikasyon kredilerine alternatif olarak kullanabilecekleri bir diğer finansman kaynağı da topladıkları yabancı para mevduat hesaplarıdır. Bir bankanın mevduat yolu ile yabancı para finansman ihtiyacını karşılayabilmesinin maliyeti sendikasyon kredisi maliyetinden daha düşük olması durumunda banka sendikasyon kredisi almak yerine mevduat toplamayı tercih edecektir. Bu nedenle, bankaların yabancı para mevduat maliyetleri ile sendikasyon kredi talepleri arasında bir ilişki beklenmelidir. Bu ilişkinin belirlenebilmesi amacıyla analizlerde bankalarca ABD Doları ve Euro

³³ 2003-2006 yılları arasında alınan krediler için **Likit Aktifler** = Nakit Değerler ve TCMB + Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler (net) + Bankalar ve Diğer Mali Kuruluşlar + Para Piyasaları + Satılmaya Hazır Menkul Değerler (net) + Zorunlu Karşılıklar. 2007 yılı ve sonrasında alınan sendikasyon kredileri için **Likit Aktifler** = Nakit Değerler ve TCMB + Gerçeğe Uygun Değer Farkı K/Z Yansıtılan FV (net) + Bankalar ve Diğer Mali Kuruluşlar (2007'den sonra "Bankalar" olarak değişmiştir) + Para Piyasalarından Alacaklar + Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (net)

³⁴ 2003-2006 yılları arasında alınan krediler için **Kısa Vadeli Yükümlülükler**: Muhasebe Uygulama Yönetmeliği kapsamındaki Tebliğ 17'deki Dipnotların "Mali Bünye" ile ilgili bölümündeki Likidite Riski tablosundan "Vadesiz ve 1 Ay Vadeli" bilgileri kullanılmıştır. 2007 yılı ve sonrasında alınan sendikasyon kredileri için **Kısa Vadeli Yükümlülükler**: "Bankalarca Kamuya Açıklanacak Finansal Tablolar ile Bunlara İlişkin Açıklama ve Dipnotlar Hakkında Tebliğ" kapsamındaki Dipnotların "Mali Bünye" ile ilgili bölümündeki Likidite Riski tablosundan "Vadesiz ve 1 Ay Vadeli" bilgileri kullanılmıştır.

cinsinden, bir yıl ve daha uzun vadeli mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları³⁵ kullanılmıştır.

Spread üzerinde etkisi araştırılan etkenlerden biri de borç alan bankanın devlet bankası olup olmadığıdır. 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 bankası olmanın araştırma dönemi içerisinde alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri üzerinde böyle bir etkisinin olup olmadığının belirlenebilmesi için analizlerde bir kukla değişken kullanılmıştır.

Araştırmada borçlu bankaların ne tür bankacılık faaliyetleri yürüttüklerinin *spread* üzerindeki etkilerinin anlaşılabilmesi için iki kukla değişken oluşturulmuştur. Bunlardan ilki yatırım bankası değişkeni, ikincisi ise İslami prensipler doğrultusunda faaliyet gösteren bankalar için kullanılan katılım bankası değişkenidir. Türkiye’de faaliyet gösteren ticari bankaların yatırım bankalarına kıyasla lider düzenleyici bankalar ya da sendikasyon grubuna katılması muhtemel yabancı bankalar ile daha sık ve yakın ilişkiler içerisinde olmaları beklenebilir. Yatırım bankalarının ticari bankalar karşısında sahip olduğu bu dezavantaj daha yüksek oranlardan borçlanmalarına yol açabilir. Öte yandan, yatırım bankalarının sermaye piyasalarındaki bono ve tahvil ihracı, yüksek tutarlı projelerin finansmanı gibi sendikasyon kredilerine yakın alanlardaki tecrübeleri ve geliştirdikleri iş ilişkileri ile ticari bankalara kıyasla daha düşük *spread* ile borçlanmaları da beklenebilir.

Katılım bankası ülkemizde faaliyetlerini İslami prensiplere göre yürüten bankalara verilen addır. Kendilerine özgü fon toplama ve kullandırma kuralları olan bu tür bankaların sendikasyon kredisi gibi faize dayalı bir finansman aracını konvansiyonel bankalar ile aynı kurallar çerçevesinde kullanmaları mümkün değildir. Bununla birlikte İslami bankacılık literatüründe murabaha sendikasyonu adı verilen

³⁵ TCMB tarafından yayınlanmakta olan “Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları” sektörün ağırlıklı ortalama faiz oranları olup, ilgili hafta içinde banka bazında fiilen açılan mevduat tutarlarının mevduat türleri itibarıyla müşteri bazında her bir mevduata uygulanan faiz oranları ile ilişkilendirilmesi ve yıl bazına getirilmesiyle hesaplanmaktadır. Hesaplama vadesiz ve bankalararası mevduat hariç tutulmaktadır.

finansman aracı, şekil ve işleyiş olarak sendikasyon kredilerine oldukça benzemektedir. Borç alan bankanın mevduat ya da katılım bankası olmasının aldığı sendikasyon kredisinin *spreadi* üzerinde belirleyici bir etkisinin olup olmadığının belirlenebilmesi için bir kukla değişken oluşturulmuştur.

Borçlu değişkenleri bölümünde kullanılan tüm bu değişkenlere ek olarak *spreadler* üzerinde banka etkisinin olup olmadığının belirlenebilmesi amacıyla araştırma dönemi içerisinde sendikasyon kredisi alan her bir banka için bir kukla değişken kullanılmıştır.

3.4 Sözleşme Değişkenleri

Spread üzerinde etkisi araştırılan bir başka değişken grubu kredi sözleşmesine ait değişkenlerden oluşmaktadır. Bu başlık altında incelenen değişkenler kredinin vadesi, para birimi, tutarı ve kullanım amacından oluşmaktadır. Her bir kredinin vadesi açılış ve kapanış tarihleri arasındaki fark alınarak gün sayısı olarak hesaplanmıştır. Literatür taraması bölümünde de bahsedildiği üzere, yapılan araştırmalar sendikasyon kredilerinde vade ile *spread* arasındaki ilişkiye yönelik farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Bir taraftan uzun vadeli kredilerde temerrüt riskinin daha yüksek olması; borç verenlerin talep edecekleri vade primi gibi nedenler ile uzun vadeli kredilerdeki *spreadin* kısa vadeli kredilere göre daha yüksek olması beklenirken, diğer taraftan borç verenlerin uzun vadeli kredileri daha güvenilir ve düşük riskli kurumlara vermeyi tercih etmeleri nedeni ile tam tersi bir ilişki de ortaya çıkabilir.

Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredileri para birimi olarak ABD Doları ya da Euro; kullanım amacı olarak ise dış ticaretin finansmanı ya da dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayanlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bir sendikasyon kredisinin hangi para birimi üzerinden ve hangi kullanım amacı ile alındığının *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olup olmadığının belirlenebilmesi için analizlerde Euro cinsi krediler ve dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan krediler için iki kukla değişken kullanılmıştır.

Bu başlık altında etkisi araştırılan son değişken kredinin büyüklüğüdür. Yüksek tutarlı kredilerin büyük, şeffaf ve kredi riski düşük kurumlar tarafından talep edilmesi, bu tür kurumların sahip oldukları pazarlık gücü, ölçek ekonomisi gibi nedenler ile yüksek tutarlı kredilerin daha düşük *spread* sahip olmaları beklenmelidir. Analizlerde her bir kredinin toplam tutarı ABD Doları cinsinden ve literatürdeki çalışmalara benzer şekilde doğal logaritması alınarak kullanılmıştır. Tablo 3.8 araştırmada kullanılan sözleşme değişkenleri arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.8 Sözleşme Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>vade</i>	<i>eurd</i>	<i>lntutar</i>	<i>amac</i>
<i>vade</i>	1.00			
<i>eurd</i>	-0.15	1.00		
<i>lntutar</i>	-0.11	0.33	1.00	
<i>amac</i>	0.07	-0.07	-0.24	1.00

3.5 Sendikasyon Grubu Değişkenleri

Sendikasyon kredilerini geleneksel iki taraflı kredilerden ayıran özelliklerin başında bir grup tarafından veriliyor olması gelmektedir. Literatürdeki araştırma konularından biri de bu gruba ait özelliklerin *spread* üzerindeki etkilerinin neler olduğudur. Araştırmada bu amaçla kullanılan değişkenlerden ilki gruptaki borç veren sayısıdır. Sendikasyon grubunun büyüklüğünü ölçmek için kullanılan bu değişken ile *spread* arasındaki ilişki farklı yönlerde olabilir. Büyük gruplar tarafından verilen kredilerin daha standart sözleşmeler ile düzenleniyor olması, borçluyu izleme maliyetinin daha düşük olması ve riskin daha fazla borç veren tarafından paylaşılması gibi sebepler ile *spread*ın daha düşük olması beklenmelidir. Diğer taraftan küçük gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinde tutarların ve toplam riskin daha düşük olması, borçlu ve borç verenlerin birbirini daha iyi tanımaları gibi sebepler ile küçük gruplar tarafından verilen kredilerde daha düşük *spread* beklenebilir.

Sendikasyon grubunun büyüklüğüne ek olarak literatürde *spread* üzerinde etkisi araştırılan bir diğer değişken sendikasyon grubundaki yoğunlaşmadır. Yoğunlaşmanın yüksek olduğu bir grupta sınırlı sayıda banka toplam tutarın büyük

bir kısmını sağlarken diğer bankalar krediye küçük oranlarda katılırlar. Düşük yoğunluklu bir grupta ise tüm bankalar krediye eşit ya da birbirlerine yakın oranlarda katılırlar. Dolayısı ile borç veren sayısının eşit olduğu iki grup, yoğunlaşma açısından birbirinden çok farklı olabilirler. Literatürde sendikasyon grubundaki yoğunlaşma seviyesini oebilmek HHI'nın sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Sektörel yoğunlaşma os olan HHI, bir sektörde faaliyet gösteren işletmelerin sahip olduğu pazar paylarının karelerinin toplanması ile hesaplanır. HHI değerinin düşük olduğu sektörler fazla sayıda işletmenin birbirine yakın oranlarda pazar payına sahip olduğu rekabetçi piyasalar olarak belirlenirken yüksek HHI değerleri ise az sayıda oyuncunun piyasaya hâkim olduğu daha monopolistik piyasalar olarak adlandırılır. Sendikasyon kredilerinin HHI değerini belirlemek için ise önce sendikasyona katılan her bir bankanın toplam kredi tutarı içerisindeki payı hesaplanır, daha sonra bu payların karesi alınarak toplanır. HHI değerinin düşük olduğu kredilerin daha yaygın ve az yoğunlamı gruplar tarafından, yüksek olduğu kredilerin ise daha az sayıda bankanın kredinin büyük miktarını sağladığı yoğunlamı bir sendikasyon grubu tarafından verildiğini göstermektedir. Literatürdeki alımalar sorunlu ve yüksek riskli kredilerin daha küçük ve yoğun, düşük riskli kredilerin ise daha büyük ve az yoğun gruplar tarafından verildiğini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte daha heterojen ve az yoğun gruplar tarafından verilen kredilerde borç verenlerin talep ettiği çeşitlendirme primlerindeki azalmanın kredi maliyetlerine yansıtılması ile daha düşük *spread*ler ortaya çıkabilir. Dolayısı ile HHI değişkeni ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmelidir.

Sendikasyon grubuna yönelik bir diğer önemli özellik grupta borç alan kurum ile aynı ülkede faaliyet gösteren bankalar olup olmadığıdır. Yerel bankalar yabancı bankalara kıyasla borçlu hakkında daha fazla bilgiye, daha kolay ve düşük maliyetler ile eriebilmektedirler. Ayrıca, kredi sonrası izleme kaynaklı sorunları çözmede yabancı bankalara kıyasla daha avantajlıdırlar. Dolayısıyla, sendikasyon grubunda yerel bankaların varlığının bilgi asimetrisi ve kredi sonrası izleme maliyetlerini azaltarak tüm gruba avantaj sağlaması ve bu avantajın borçluya daha düşük *spread* olarak yansıtılması beklenmelidir. Araştırmada yerel banka tanımlaması sermaye yapısına bakılmaksızın Türkiye'de faaliyet gösteren tüm bankalar için kullanılmıştır. Her bir sendikasyon kredisine katılan bankalar tek tek incelenmiş, BDDK internet

sitesinde yayınlanan “Bankalar” ve “Yabancı Bankaların Türkiye Temsilcilikleri” listelerinde yer alan bankalar yerel banka olarak kabul edilmiştir. Bu listelerdeki dipnotlardan yola çıkarak araştırma dönemi içerisinde faaliyeti sona ermiş, alım satıma konu olmuş ve ismi değiştirilmiş bankalar da dikkate alınmıştır. Ayrıca her iki listedeki bankaların yurtdışı iştirakleri, ya da bağlı grup bankaları da yerel banka olarak sınıflandırılmıştır ve yerel bankalar için kukla değişken kullanılmıştır. Araştırmada sendikasyon grubunda yerel bankaların bulunup bulunmaması değişkenine ek olarak, yerel bankaların toplam kredi tutarı içerisindeki oranının da *spread* üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu oran hesaplanırken, öncelikle her bir yerel bankanın kredi tutarı içindeki oranı hesaplanmış ve bu oranlar toplanmıştır. Yerli banka kukla değişkenine benzer şekilde, yerli bankaların katılım oranlarının yüksek olduğu kredilerin daha düşük *spread*de sahip olması beklenmelidir.

Analizlerde *spread* üzerinde etkisi araştırılan bir diğer faktör gruptaki bankaların faaliyet alanlarıdır. Literatürdeki çalışmalar ticari bankaların sendikasyon kredilerine mevcut iş ilişkilerini geliştirmek ya da geleceğe yönelik iş ilişkileri kurmak amacıyla dahil olduklarını ve bu sebeple daha düşük *spread*leri kabul ettiklerini, yatırım bankaları ve banka dışı finansal kuruluşların ise yüksek kar amaçlı katıldıklarını ve daha yüksek *spread* talep ettiklerini göstermektedir. Araştırmada sendikasyona katılan bankalar mevduat kabul edip etmediklerine göre iki sınıfa ayrılmış ve mevduat kabul etmeyen bankalar için kukla değişken oluşturulmuştur. Mevduat kabul eden bankaların belirlenebilmesi için bankaların sırasıyla internet siteleri, finansal tabloları ve faaliyet raporları incelenmiştir. Kukla değişkene ek olarak mevduat kabul etmeyen bankaların toplam kredi tutarı içerisindeki oranı da farklı bir değişken olarak analizlerde kullanılmıştır. Bu oran hesaplanırken, öncelikle her bir mevduat kabul etmeyen bankanın kredi tutarı içindeki oranı hesaplanmış ve bu oranlar toplanmıştır. Tamamı mevduat kabul eden bankalar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin, içerisinde mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu gruplar tarafından verilen kredilere göre daha düşük *spread*de sahip olmaları; mevduat kabul etmeyen bankaların toplam kredi tutarı içerisindeki oranı ile de *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmelidir.

Tablo 3.9, araştırmada kullanılan sendikasyon grubu değişkenleri arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.9 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>ndepins</i>	<i>trbnk</i>	<i>ndepinspay</i>	<i>trbnkpay</i>	<i>katsay</i>	<i>hhi</i>
<i>ndepins</i>	1.00					
<i>trbnk</i>	0.08	1.00				
<i>ndepinspay</i>	0.51	0.04	1.00			
<i>trbnkpay</i>	-0.12	0.38	-0.07	1.00		
<i>katsay</i>	0.28	0.14	-0.10	-0.26	1.00	
<i>hhi</i>	-0.25	-0.17	-0.02	0.18	-0.65	1.00

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4 ANALİZ SONUÇLARI

4.1 Wilcoxon Rank-Sum (Mann-Whitney Test) Sonuçları

Araştırmada başlangıç analizi olarak Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) testi³⁶ gerçekleştirilmiştir. Bu analiz gerçekleştirilirken, belirlenen grupta değişkenlerine bağlı olarak gözlemler iki gruba ayrılmış, *spreadi* etkileyebilecek diğer değişkenlerin etkileri göz önüne alınmadan, bu gruplara ait *spreadler* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Daha sonra ise bu gruplar için kukla değişkenler yaratılmış ve bu kukla değişkenler çoklu değişken analizi olarak kullanılan regresyon analizlerine bağımsız değişkenler olarak dâhil edilmişlerdir. Tablo 4.1’de STATA programı kullanılarak gerçekleştirilen Mann-Whitney testlerinden edilen sonuçlar toplu olarak sunulurken takip eden alt bölümlerde her bir testten elde edilen sonuçlar regresyon analizi sonuçları ile karşılaştırmalı ve detaylı olarak verilmektedir.

Tablo 4.1 Mann-Whitney Test Sonuçları

Gruplama Değişkeni	Anlamlılık Düzeyi Prob > z	Açıklama
Katılım Bankaları	0.0000	Katılım bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spreadleri</i> arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmaktadır.
Yatırım Bankaları	0.6418	Yatırım bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spreadleri</i> arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

³⁶ Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test ile bağımsız iki grubun aynı dağılıma sahip ana kütlelerden geldiği hipotezi sınanmaktadır. Bu testte ana kütlelerin normal dağılımlı olduğu ve grupların varyanslarının eşit olduğu varsayımlarına ihtiyaç duyulmamaktadır. Mann-Whitney testi bağımsız örneklem t- testinin parametrik olmayan karşılığı olarak da bilinmektedir. Testte boş hipotez iki gruba ait bağımlı değişken sıralama ortalamalarının birbirine eşit olduğu, araştırma hipotezi ise sıralama ortalamaların birbirlerinden farklı oldukları şeklinde kurulmaktadır.

Tablo 4.1 Mann-Whitney Test Sonuçları (Devamı)

Gruplama Değişkeni	Anlamlılık Düzeyi Prob > z	Açıklama
Devlet Bankaları	0.8839	Devlet bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.
Yabancı Para Türü	0.0008	ABD Doları ve Euro cinsinden alınan sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmaktadır.
Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bankalar	0.3524	Pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bankalar ile işlem görmeyen bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.
Kredi Notu Olan Bankalar	0.5917	Kredi notu olan bankalar ile olmayan bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.
Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar	0.3203	Mevduat kabul etmeyen bankalar ile kabul eden bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.
Yerel Bankalar	0.1417	Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların da yer aldığı sendikasyon grupları tarafından verilen krediler ile tamamı Türkiye'de faaliyet göstermeyen bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.
Kriz Dönemi	0.9729	Kriz döneminde alınan krediler ile diğer dönemlerde alınan kredilerin <i>spread</i> leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

Not: Tabloda sonuçları gösterilen tüm testlerde boş hipotez iki grubun *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığıdır.

4.1.1 Katılım Bankaları

Katılım bankaları sendikasyon kredisi piyasasına ilk olarak 2007 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası, Türkiye Finans Katılım Bankası ve Asya Katılım Bankası ile dâhil olmuşlardır. Dolayısıyla, araştırma dönemi içerisinde alınmış olan krediler arasında katılım bankaları tarafından alınanlar sınırlı bir yer tutmaktadır. Veri seti içerisinde yer alan toplam üç yüz sekiz kredi incelendiğinde, yirmi tanesinin katılım bankaları, iki yüz seksen sekiz tanesinin ise diğer bankalar tarafından alındığı görülmektedir. Katılım bankaları tarafından alınan murabaha sendikasyonu kredilerindeki *spread* ile diğer bankalar tarafından alınan kredilerdeki *spread*

arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının belirlenebilmesi için yapılan Mann-Whitney testinde boş hipotez STATA istatistik programı tarafından aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{katilimd}==0) = \text{spread}(\text{katilimd}==1)$$

$$z = -5.274$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.0000$$

Mann-Whitney testinden elde edilen sonuç katılım bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğunu göstermekte ve bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, katılım bankası kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucu ile örtüşmektedir.

4.1.2 Yatırım Bankaları

2003-2012 yılları arasında sendikasyon kredisi piyasasında işlem yapmış olan bankalar arasında üç adet yatırım bankası bulunmaktadır: Türkiye İhracat Kredi Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Bankpozitif Kredi ve Kalkınma Bankası. Katılım bankalarında olduğu gibi yatırım bankaları tarafından alınmış olan kredilerin de toplam krediler içerisindeki oranı sınırlı bir yer tutmaktadır. Veri seti içerisinde yer alan toplam üç yüz sekiz kredi incelendiğinde, otuz iki kredinin yatırım bankaları, iki yüz yetmiş altı kredinin ise diğer bankalar tarafından alındığı görülmektedir. Yatırım bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerindeki *spread* ile diğer bankalar tarafından alınan kredilerdeki *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının belirlenebilmesi için yapılan Mann-Whitney testinde boş hipotez STATA istatistik programı tarafından aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{yatirimd}==0) = \text{spread}(\text{yatirimd}==1)$$

$$z = 0.465$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.6418$$

Mann-Whitney testinden elde edilen sonuç yatırım bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığını göstermekte ve bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, yatırım bankası kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir.

4.1.3 Devlet Bankaları

Araştırma dönemi içerisinde sendikasyon kredisi piyasasında işlem yapmış olan bankalar arasında biri yatırım, ikisi mevduat bankası olmak üzere üç devlet bankası bulunmaktadır: Türkiye İhracat Kredi Bankası, Türkiye Vakıflar Bankası, Türkiye Halk Bankası. Katılım ve yatırım bankalarında olduğu gibi devlet bankaları tarafından alınmış olan kredilerin de toplam krediler içerisindeki oranı sınırlı bir yer tutmaktadır. Veri seti içerisinde yer alan toplam üç yüz sekiz kredi incelendiğinde, elli üç kredinin devlet bankaları, iki yüz elli beş kredinin ise özel bankalar tarafından alındığı görülmektedir. Devlet bankaları ile özel bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelendiğinde, aradaki farkın anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, devlet bankası kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir. STATA istatistik programı tarafından oluşturulan boş hipotez ve test sonuçları aşağıda sunulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{devletd}=0) = \text{spread}(\text{devletd}=1)$$

$$z = -0.146$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.8839$$

4.1.4 Yabancı Para Türü

2003-2007 yılları arasında Türkiye sendikasyon piyasasında ABD Doları egemenliği varken, bu durum 2008 yılından itibaren değişmeye başlamıştır. 2008 yılı ve sonrasında ABD Doları ve Euro cinsinden alınan kredi adetlerinin birbirlerine oldukça yakın olduğu görülmektedir. Bunun sebebi bankaların aynı sendikasyon kredisi sözleşmesinde ABD Doları ve Euro cinsi olmak üzere iki kredi dilimi üzerinden işlem gerçekleştiriyor olmalarıdır. Araştırma dönemi içerisinde alınan

sendikasyon kredilerinin para cinsine göre dağılımına bakıldığında toplam üç yüz sekiz kredinin, yüz doksan beş adedinin ABD Doları, yüz on üç adedinin ise Euro cinsinden alındığı görülmektedir. ABD Doları ve Euro cinsinden alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının belirlenebilmesi için yapılan Mann-Whitney testinde boş hipotez STATA istatistik programı tarafından aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{eurd}=0) = \text{spread}(\text{eurd}=1)$$

$$z = -3.339$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.0008$$

Mann-Whitney testinden elde edilen sonuca göre ABD Doları ve Euro cinsinden alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmaktadır. Bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen sonuçlar ise sendikasyon kredisinin hangi para biriminden alındığının *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. İki testte ulaşılan farklı sonuçlar, diğer etkenler göz ardı edildiğinde kredinin alındığı para birimi ile *spread* arasında anlamlı bir ilişki bulunurken analize başka değişkenler de eklendiğinde para türünün *spread*i belirlemede anlamlılığını yitirdiğine işaret etmektedir.

4.1.5 Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bankalar

Pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bankalar ile işlem görmeyen bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelendiğinde, aradaki farkın anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, borsa kukla değişkeninin *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir. Araştırma dönemi içerisinde pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bankalar tarafından alınan kredi sayısı iki yüz elli yedi olurken, pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmeyen bankalar tarafından alınan kredi sayısı elli bir olmuştur. STATA istatistik programı tarafından oluşturulan boş hipotez ve test sonuçları aşağıda sunulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{borsad}==0) = \text{spread}(\text{borsad}==1)$$

$$z = 0.930$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.3524$$

4.1.6 Kredi Notu Olan Bankalar

Bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilen bir kredi notuna sahip bankalar ile kredi notu olmayan bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelendiğinde, aradaki farkın anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, kredi notu kukla değişkeninin *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir. Araştırma dönemi içerisinde kredi notu olmayan bankalar tarafından alınan kredi sayısı on iki olurken, iki yüz doksan altı kredinin kredi notuna sahip bankalar tarafından alındığı görülmektedir. STATA istatistik programı tarafından oluşturulan boş hipotez ve test sonuçları aşağıda sunulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{knotd}==0) = \text{spread}(\text{knotd}==1)$$

$$z = -0.536$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.5917$$

4.1.7 Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar

Araştırma dönemi içerisinde alınan toplam kredi sayısı üç yüz sekiz olmakla birlikte, on üç kredide borç verenlerin kimler olduğu bilgisine ulaşılamamıştır. Bu sebeple içinde mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu sendikasyon grupları tarafından verilen krediler ile tamamı mevduat kabul eden bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının belirlenebilmesi için yapılan Mann-Whitney testi iki yüz doksan beş gözlem üzerinden gerçekleştirilmiştir. Testte boş hipotez STATA istatistik programı tarafından aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

Ho: spread(ndepins==0) = spread(ndepins==1)

z = -0.994

Prob > |z| = 0.3203

Araştırma dönemi içerisinde alınan ve borç verenlerin kimler olduğu bilgisine ulaşılan iki yüz doksan beş kredinin seksen yedisi, içerisinde mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu gruplar tarafından verilirken, iki yüz sekiz kredi tamamı mevduat kabul eden bankalardan oluşan gruplar tarafından verilmiştir. Mann-Whitney testinden elde edilen sonuca göre içinde mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu sendikasyon grupları tarafından verilen krediler ile tamamı mevduat kabul eden bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen sonuçlar ise sendikasyon grubu içerisinde mevduat kabul etmeyen bankaların bulunmasının *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olduğunu göstermektedir. İki testte ulaşılan farklı sonuçlar, diğer etkenler göz ardı edildiğinde, sendikasyon grubunda mevduat kabul etmeyen bankaların yer alması ile *spread* arasında anlamlı bir ilişki yokken analize başka değişkenler de eklendiğinde aslında bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.1.8 Yerel Bankalar

Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların da yer aldığı sendikasyon grupları tarafından verilen krediler ile tamamı Türkiye’de faaliyet göstermeyen bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelendiğinde, aradaki farkın anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, yerel banka kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir. Bir önceki bölümde olduğu gibi, on üç kredide borç verenlerin kimler olduğu bilgisine ulaşamadığı için Mann-Whitney testi iki yüz doksan beş gözlem üzerinden gerçekleştirilmiştir. Sadece beş kredinin, Türkiye’de faaliyet göstermeyen bankalar tarafından oluşturulan gruplar tarafından verildiği, iki yüz doksan kredinin ise Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların da yer aldığı sendikasyon grupları tarafından

verildiği görülmektedir. STATA istatistik programı tarafından oluşturulan boş hipotez ve test sonuçları aşağıda sunulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{trbnk}==0) = \text{spread}(\text{trbnk}==1)$$

$$z = -1.469$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.1417$$

4.1.9 Kriz Dönemi

2003-2012 yılları arasında Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredileri arasında kriz döneminde alınanlar ile kriz öncesi ve sonrası dönemlerde alınanların *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının belirlenebilmesi için yapılan Mann-Whitney testinde boş hipotez STATA istatistik programı tarafından aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

$$H_0: \text{spread}(\text{kriz}==0) = \text{spread}(\text{kriz}==1)$$

$$z = -0.034$$

$$\text{Prob} > |z| = 0.9729$$

Çalışmanın üçüncü bölümünde de belirtildiği üzere kriz dönemi belirlenirken LIBOR-OIS Spread ve TED Spread oranlarındaki değişim incelenmiş ve her iki oranın 2007 yılı Ağustos ayında bir önceki aya göre kayda değer bir artış gösterdiği görülmüştür. Takip eden aylarda dalgalı bir seyir izleyen oranlardan TED Spread, 2009 yılı Ağustos ayında 20 baz puanının altına, LIBOR-OIS Spread ise 10 baz puanının altına düşmüş ve durağan bir seyir izlemeye başlamıştır. Bu veriler ışığında analizlerde kriz döneminin başlangıcı 2007 yılı Ağustos ayı, sonu ise 2009 yılı Ağustos ayı olarak belirlenmiştir. Bu dönemde alınan kredi sayısı elli üç, kriz öncesi ve sonrası dönemlerde alınan kredi sayısı ise iki yüz elli beş olmuştur. Mann-Whitney testinden elde edilen sonuç kriz döneminde alınan krediler ile kriz öncesi ve sonrası dönemlerde alınan kredilerin *spread*leri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığını göstermekte ve bir sonraki bölümde sunulan regresyon analizinden elde edilen, kriz dönemi kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmektedir.

4.2 Regresyon Analizi Sonuçları

4.2.1 Ekonometrik Model

Araştırmada aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır. Modelde bağımlı değişken kredi sözleşmelerinde referans olarak alınan faiz oranı (LIBOR/EURIBOR) üzerine eklenen *spread* oranıdır. Açıklayıcı değişkenler ise veri seti bölümünde detayları ile açıklandığı üzere küresel değişkenler, makroekonomik değişkenler, borçlu değişkenleri, sözleşme değişkenleri ve sendikasyon grubu değişkenleri olmak üzere beş grupta ele alınmıştır. Açıklayıcı değişkenler arasında hem kesikli (kukla değişkenler) hem de sürekli değişkenler yer almaktadır. Modelin eğim katsayıları en küçük kareler yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.

$$spread = \alpha + \sum_{i=1}^{n_i} (\beta_i X_i) + \sum_{j=1}^{n_j} (\beta_j X_j) + \sum_{k=1}^{n_k} (\beta_k X_k) + \sum_{l=1}^{n_l} (\beta_l X_l) + \sum_{m=1}^{n_m} (\beta_m X_m) + \varepsilon$$

Eşitlikte,

α , sabit terim birim etkisini,

β , eğim katsayılarını,

i , 1'den n_i 'ye kadar değerler almakta ve n_i kullanılan küresel değişkenlerin sayısını,

j , 1'den n_j 'ye kadar değerler almakta ve n_j kullanılan makroekonomik değişkenlerin sayısını,

k , 1'den n_k 'ye kadar değerler almakta ve n_k kullanılan borçlu değişkenlerinin sayısını,

l , 1'den n_l 'ye kadar değerler almakta ve n_l kullanılan sözleşme değişkenlerinin sayısını,

m , 1'den n_m 'ye kadar değerler almakta ve n_m kullanılan sendikasyon grubu değişkenlerinin sayısını,

ε , hata terimini göstermektedir.

4.2.2 Küresel Değişkenler

Sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sektörü içerisinde büyük bir paya sahip olmamasına rağmen ABD Doları ve Euro cinsinden alınıyor olmaları, borç verenlerin büyük çoğunluğunun yabancı bankalar olması, diğer bir değişle uluslararası bankacılık ürünü olmaları gibi nedenlerle küresel piyasalardaki gelişmelerden etkilenmeleri beklenmelidir. Araştırmada kullanılan küresel

değişkenler likidite, volatilité, kredi piyasalarındaki risk algısı, gelişmekte olan piyasalar riski ve küresel kriz dönemi olmak üzere beş farklı alt grupta değerlendirilmiştir. Tablo 4.2’de bu değişkenler kullanılarak gerçekleştirilen regresyon analizlerinden elde edilen sonuçlara yer verilmektedir

Tablo 4.2 Küresel Değişkenler Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>	(3) <i>spread</i>	(4) <i>spread</i>	(5) <i>spread</i>	(6) <i>spread</i>	(7) <i>spread</i>	(8) <i>spread</i>	(9) <i>spread</i>
<i>vadep</i>	7.887*** (1.886)	7.663*** (2.184)	11.28*** (1.567)	8.032*** (2.066)	8.03*** (1.903)				
<i>embigdv</i>	0.078*** (0.0209)	0.0850** (0.0425)		0.077*** (0.0211)	0.069*** (0.0226)	0.194*** (0.0332)	0.0498 (0.0307)	0.0614** (0.0301)	0.0691** (0.0286)
<i>vix</i>		-0.104 (0.522)	0.607** (0.275)						
<i>ted</i>				1.472 (7.650)					
<i>libois</i>					9.774 (14.45)				
<i>us10y</i>						13.70** (5.891)			
<i>us1y</i>							-7.10*** (2.147)		
<i>tbill</i>								-6.10*** (2.047)	
<i>usdlb</i>									-5.33*** (1.841)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-7.713 (5.739)	-10.90** (5.369)	-9.347 (7.780)	-12.83 (8.803)	-5.412 (5.072)	-8.149 (5.156)	-8.131 (5.149)	-3.915 (4.987)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	4.751** (2.101)	7.218*** (1.554)	5.105*** (1.661)	5.27*** (1.595)	7.597*** (1.936)	3.581** (1.667)	3.800** (1.642)	3.662** (1.659)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.642** (1.595)	3.898** (1.574)	3.749** (1.667)	4.198** (1.777)	1.507 (2.144)	6.034*** (1.578)	5.772*** (1.575)	5.346*** (1.573)
<i>gsmhbk</i>	-3.440*** (0.775)	-3.428*** (0.759)	-3.403*** (0.774)	-3.477*** (0.770)	-3.677*** (0.793)	-3.567*** (0.766)	-3.39*** (0.784)	-3.49*** (0.790)	-3.35*** (0.776)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	4.101** (1.902)	4.832*** (1.861)	4.188** (1.780)	3.940** (1.830)	5.894*** (2.158)	2.607 (1.819)	2.685 (1.822)	2.876 (1.807)
<i>rfbllb</i>	-2.044*** (0.609)	-2.216** (0.916)	-0.577 (0.535)	-2.032*** (0.604)	-1.905*** (0.597)	-4.424*** (0.788)	-1.568** (0.783)	-1.849** (0.771)	-1.99*** (0.759)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.918** (0.895)	-3.292*** (0.787)	-1.936** (0.825)	-1.644* (0.932)	0.363 (0.965)	-2.37*** (0.912)	-1.951** (0.869)	-1.991** (0.853)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.035*** (0.388)	-0.920** (0.387)	-1.021*** (0.381)	-1.005*** (0.384)	-0.989*** (0.378)	-0.925** (0.383)	-0.972** (0.383)	-0.956** (0.381)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.311** (0.150)	-0.297** (0.150)	-0.310** (0.148)	-0.303** (0.147)	-0.366** (0.154)	-0.298* (0.153)	-0.310** (0.153)	-0.315** (0.153)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.270 (0.771)	-1.159 (0.799)	-1.265 (0.772)	-1.262 (0.777)	-1.182 (0.764)	-1.241 (0.804)	-1.273 (0.798)	-1.252 (0.787)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-2.010*** (0.395)	-2.114*** (0.386)	-2.029*** (0.390)	-2.064*** (0.394)	-1.917*** (0.383)	-2.05*** (0.388)	-2.02*** (0.387)	-1.99*** (0.387)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-14.95 (12.21)	-14.44 (12.23)	-14.84 (12.28)	-14.91 (12.29)	-12.95 (11.90)	-15.03 (12.39)	-14.35 (12.39)	-14.56 (12.28)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	67.53*** (7.954)	66.76*** (7.668)	67.42*** (7.888)	67.04*** (7.918)	66.70*** (7.953)	68.03*** (8.065)	68.26*** (8.031)	68.30*** (8.094)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-6.695 (5.353)	-6.855 (5.332)	-6.753 (5.367)	-6.927 (5.403)	-8.868 (5.649)	-6.129 (5.357)	-6.263 (5.406)	-6.257 (5.395)
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0596*** (0.00756)	0.0570*** (0.00728)	0.0595*** (0.00748)	0.0594*** (0.00743)	0.0548*** (0.00799)	0.057*** (0.00723)	0.058*** (0.00740)	0.057*** (0.00732)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	287.7*** (89.43)	411.4*** (81.28)	286.5*** (85.08)	256.9*** (95.22)	-17.51 (118.6)	373.0*** (97.66)	323.7*** (91.55)	326.9*** (89.64)
Observations	308	308	308	308	308	308	308	308	308
R-squared	0.780	0.780	0.776	0.780	0.781	0.775	0.777	0.776	0.776

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.2.1 Likidite

Küresel likidite değişkenleri olarak literatürdeki çalışmalarda da sıklıkla kullanılan 10-yıl vadeli ABD tahvil getirisi, 1-yıl vadeli ABD tahvil getirisi, 3-ay vadeli ABD hazine bonosu getirisi, 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı ve vade primi oranı olmak üzere beş farklı değişkene yer verilmiştir. Tablo 3.3'te görüldüğü üzere bu değişkenler arasında yüksek korelasyon ilişkisi bulunmaktadır. Bu sebeple yapılan analizlerde likidite değişkenlerinin hepsi bir arada kullanılmamış, eşitliklerde birbirleri yerine kullanılarak küresel likidite açısından elde edilen sonuçların tutarlı olup olmadıkları test edilmiştir. Tablo 4.2'de sunulan sonuçlar küresel likiditenin Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2012 yılları arasında alınan sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirlemedeki etkili bir faktör olduğunu göstermektedir. Vade priminin, yer aldığı tüm eşitliklerde %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretli olduğu görülmektedir. Bu sonuç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz artışlarının küresel likiditeyi azaltarak Türk bankalarının aldıkları sendikasyon kredilerine olan arzı düşüreceği ve Türk bankalarının daha yüksek oranlardan borçlanmak zorunda kalacağı beklentisini desteklemektedir. Aradaki ilişkinin anlamlı ve pozitif yönlü olması Do ve Vu (2010) ve Dennis, Nandy ve Sharpe (2000)'in çalışmalarından elde ettikleri sonuçlarla uyumludur. Bir diğer likidite değişkeni olan 10-yıl vadeli ABD tahvil getirisi de vade primi ile aynı şekilde *spreadi* açıklamada istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif katsayıdır.

Analizlerden elde edilen bir diğer önemli sonuç ise etkisi araştırılan kısa vadeli ABD faiz oranlarının tümü (1-yıl vadeli ABD tahvil getirisi, 3-ay vadeli ABD hazine bonosu getirisi, 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı) ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü olmasıdır. Bu sonuç, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşük olmasının küresel likiditeyi ve gelişmekte olan piyasalardaki borçlanma araçlarına olan talebi arttıracığı beklentisini (Kamin ve Kleist (1999), Sy (2002), Kashiwase ve Kodres (2005), Boubakri, Cosset J-C. ve Smaoui (2009))³⁷ karşılamamaktadır. Bununla birlikte ABD LIBOR oranı

³⁷ Bu çalışmaların tümünde 3-ay vadeli ABD hazine bonosu getirileri kullanılmıştır. Araştırmaların gelişmekte olan ülkelerde ihraç edilen tahvil oranları üzerinden yapılması belirlenen ilişkinin Türk sendikasyon piyasası için geçerli olmadığını göstermektedir.

katsayısının negatif olması Coleman, Esho ve Sharpe (2006)'nın sonucu ile benzerlik göstermektedir. 1-yıl vadeli ABD tahvil getirisi ve 3-ay vadeli ABD hazine bonusu getirisi değişkenlerinde görülen negatif katsayı, küresel likiditedeki azalmanın Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin değişken faizi olan LIBOR oranının yükselmesine sebep olması ile açıklanabilir. Her iki değişken ile 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı arasındaki yüksek pozitif korelasyon (0.98) bu sonucu desteklemektedir. Sendikasyon kredilerinde toplam maliyetin LIBOR oranı ve üzerine eklenen *spread* oranının toplamından oluştuğu dikkate alınırsa Türk bankalarının artan LIBOR oranları karşısında *spreadi* düşürerek toplam maliyetlerini kontrol altında tutmaya çalıştıkları görülmektedir. Araştırmada kullanılan likidite değişkenleri ile LIBOR arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı; LIBOR oranını belirleyen faktörlerin neler olduğu soruları araştırma konusu dışındadır ve farklı bir çalışmayı gerektirmektedir. Elde edilen sonuçlar Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde *spreadin* uzun vadeli faiz oranları ile pozitif, kısa vadeli faiz oranları ile negatif bir ilişki içerisinde iken iki faiz oranı arasındaki fark olarak da adlandırabileceğimiz vade primi ile pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Likidite değişkenleri kullanılarak gerçekleştirilen analizlerden elde edilen sonuçların, değişkenlerin kredilerin açılış tarihindeki ve açılış tarihinden önceki doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak tekrarlandığında istatistiksel anlamlılık ve ilişkinin yönü açısından değişiklik göstermediği gözlemlenmiştir.

Tablo 4.2'de sunulan değişkenlere ek olarak 3-ay vadeli Euro LIBOR oranı da küresel likidite değişkeni olarak analizlerde kullanılmış ve *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, ABD Doları cinsinden alınan krediler için 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı, Euro cinsinden alınan krediler için 3-ay vadeli Euro LIBOR oranı kullanılarak yeni bir değişken oluşturulmuş ve bu değişkenin de *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Her iki değişkenin kredi açılış tarihindeki değeri, kredinin açıldığı aydaki ortalama değeri ve kredi açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak yapılan analizlerde de aynı sonuçlara ulaşılmıştır.

4.2.2.2 Volatilite

Küresel değişkenler arasında *spreadi* belirlemede etkisi araştırılan bir diğer değişken küresel volatilité ölçüsü olarak kullanılan VIX endeksi olmuştur. *vix* ile, analizlerde gelişmekte olan piyasalar riskini ölçmede kullanılan ve *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılan *embigdv* değişkeni arasında yüksek korelasyon ilişkisi olduğu tespit edilmiş ve bu nedenle bir arada kullanılmamışlardır.³⁸ Sonuçlar *vix*'in *spreadi* belirlemede %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı ve pozitif katsayılı olduğunu göstermektedir. VIX endeksindeki bir standart sapmalık artış bankaların aldığı sendikasyon kredilerinde *spreadin* 5 ila 6 baz puan arasında yükselmesine neden olmaktadır. Bu sonuç küresel volatilitédeki artışın yüksek belirsizlik ve risk gibi nedenlerle borçlanma maliyetlerini yükseltmesi beklentisini karşılamakta ve gelişmekte olan ülkelerin Euro-tahvil fiyatları üzerine yapılan çalışmalarda (Eichler (2014), Alper (2006), Gonzalez-Rozada ve Levy Yeyati (2008)) ve VIX endeksini küresel volatilité ölçüsü olarak kullanan diğer çalışmalarda (Nyborg ve Östberg (2014), Papanikolaou ve Wolff (2014), Gerlach, Schulz ve Wolff (2010)) elde edilen sonuçları doğrulamaktadır. Ancak Ağca ve Celasun (2012)'nin gelişmekte olan ülkelerde kamu borçluluğu ile özel sektörün borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi sendikasyon kredileri üzerinden inceledikleri çalışmalarında VIX etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucu ile örtüşmemektedir. *vix* ve *embigdv* değişkenleri bir arada kullanıldıklarında ise *embigdv*'nin anlamlılığını koruduğu ancak *vix*'in *spreadi* belirlemede artık anlamlı bir değişken olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle, diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde kontrol değişkeni olarak *embigdv*'nin kullanılmasına karar verilmiştir. Analizlerden elde edilen bir diğer önemli sonuç ise *vix*'in kısa vadeli ABD faiz oranları ile birlikte kullanıldığı eşitliklerde de *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlılığını yitirdiği olmuştur.

³⁸ Tablo 4.2'de sonuçları gösterilmekte olan iki numaralı eşitlikte iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,73, *embigdv* değişkeninin VIF değeri 12,06, *vix* değişkeninin VIF değeri ise 7,77 olarak hesaplanmıştır. Türkçe'de Varyans Artış Faktörü olarak adlandırılmakta olan VIF, bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal ilişkinin (multicollinearity) saptanmasındaki yöntemlerden biridir. $VIF_k = 1/(1-R^2_k)$ formülüyle hesaplanan varyans artış faktörünün değeri büyüdükçe bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olduğundan söz edilebilir. Genellikle 10'un üzerindeki VIF değerleri için eşitlikte çoklu doğrusallık problemi olduğunu kabul edilmektedir. Formülde, R^2_k , k bağımsız değişkeninin diğer bağımsız değişkenlerle arasındaki çoklu korelasyon katsayısının karesini temsil etmektedir.

Analizler *vix*'in kredinin açılış tarihindeki ve açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak tekrarlandığında, elde edilen sonuçlarda bir takım farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir. Kredinin açılış tarihindeki değerler kullanılarak yapılan analizlerde *vix*'in *ted* ve *usdeurlib* değişkenleri ile birlikte kullanıldığı eşitliklerde anlamlılık seviyesinin yükseldiği; *usdlib* değişkeni ile birlikte kullanıldığı eşitlikte ise istatistiksel olarak anlamlı hale geldiği belirlenmiştir. Kredilerin açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak tekrarlanan analizlerde ise yer aldığı tüm eşitliklerde *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlılık seviyesinin likidite değişkenleri ile birlikte kullanıldığında %5, diğer küresel değişkenler ile birlikte kullanıldığında ise %1 olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar kredilerin açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri ile kullanıldığında, *vix*'in Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerindeki *spreadi* belirlemede çok daha etkili bir değişken olduğunu göstermektedir.

4.2.2.3 Kredi Riski

Kredi piyasalarındaki risk algısının Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerindeki *spreadi* belirlemede etkili bir faktör olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu amaçla analizlerde kullanılan TED Spread ve LIBOR-OIS Spread oranlarının her ikisi de istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Her iki değişkenin kredi açılış tarihindeki değeri ve kredi açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak yapılan analizlerde de aynı sonuca ulaşılmıştır. Değişkenlerin pozitif katsayılı olması küresel piyasalardaki risk artışının Türk sendikasyon piyasasına da yansıdığını ve bankaların borçlanma maliyetlerini arttırdığını işaret etmektedir. TED Spread'in *spread* üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmaması literatürde bu göstergiyi kredi riski ölçüsü olarak kullanan çalışmalardan elde edilen sonuçlardan farklılık göstermektedir (Eichler (2014), Nyborg ve Östberg (2014), Papanikolaou ve Wolff (2014))³⁹.

³⁹ Literatür taramasında, sendikasyon kredileri ile ilgili yapılan araştırmalarda TED Spread ve LIBOR-OIS Spread oranlarını kullanan bir çalışmaya ulaşılamaması nedeniyle farklı araştırma konularına yönelik çalışmalardan yararlanılmıştır. Bu çalışmalar ile ilgili detaylı bilgi literatür taraması bölümünde sunulmuştur.

4.2.2.4 Gelişmekte Olan Piyasalar Riski

Araştırmada gelişmekte olan piyasalar riskini ölçmekte kullanılan EMBIGDV Sovereign Spread değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı olduğu belirlenmiştir⁴⁰. Değişkenin kredilerin açılış tarihindeki değerleri ve açılış tarihi öncesi doksan günlük ortalama değerleri kullanılarak tekrar edilen analizlerde de aynı sonuca ulaşılmıştır. Değişken katsayısının pozitif işaretli olması gelişmekte olan piyasalara yönelik risk algısındaki artışın Türk sendikasyon piyasasına da yansıdığını ve Türk bankalarının sendikasyon kredisi maliyetlerinin yükselmesine yol açtığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlara göre EMBIGDV Sovereign Spread değişkenindeki bir standart sapmalı artış *spreadi* 7,4 ila 10,25 baz puan aralığında artırmaktadır. Elde edilen sonuç Ağca ve Celasun (2012)'nin analizlerinde ulaştıkları EMBIG Sovereign Spread değişkeninin *spreadi* belirlemede %1 seviyesinde anlamlı olduğu sonucunu doğrulamaktadır.

4.2.2.5 Küresel Kriz

Bu grupta ele alınan bir değişken ise küresel kriz kukla değişkenidir. Kriz değişkeninin bazı eşitliklerde *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bazı eşitliklerde ise anlamsız olduğu, anlamlılık seviyesinin de eşitlikten eşitliğe değiştiği görülmüştür. Elde edilen sonuçların tutarlı olmaması nedeniyle yaşanan küresel ekonomik krizin *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olduğu söylenememektedir. Bununla birlikte değişken katsayısının anlamlı ya da anlamsız olduğu tüm eşitliklerde eksi işaretli olduğu görülmüştür. Bu sonuç krizin sendikasyon kredilerinde toplam maliyetin ilk bölümünü oluşturan LIBOR'u arttırması ile açıklanabilir. Yukarıda da belirtildiği gibi LIBOR ile *spread* arasında bulunan anlamlı ve ters yönlü ilişki, kriz değişkeninin niçin *spreadi* düşürücü bir etkisi olduğunu açıklamaktadır. Borç verenlerin riski açısından değerlendirildiğinde küresel likiditedeki dalgalanmalar ve yaşanan krizin borçlu bankaların elini güçlendirdiği ve düşük *spread* oranlarından borçlanma imkanı yarattığı görülmektedir.

⁴⁰ Tablo 4.2'de sunulan sonuçlara göre anlamlı olmadığı tek eşitlik, 1-yıl vadeli ABD tahvil getirisi değişkeni ile birlikte kullanıldığı (6) numaralı eşitlik olmuştur. İki değişken arasındaki korelasyon katsayısı -0,45'tir.

Farklı küresel değişkenler kullanılarak gerçekleştirilen analizlerde ulaşılan önemli sonuçlardan biri de kontrol edilen diğer dört grup değişkenlerine ait sonuçların değişmediğidir. Tablo 4.2'deki tüm eşitliklerde kontrol değişkenlerinin yaklaşık olarak aynı seviyede anlamlı oldukları ve katsayılarının ne işaret ne de rakamsal olarak çok fazla değişmediği görülmektedir.

4.2.3 Makroekonomik Değişkenler

Bir ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik durum ve bu durumun yönetilmesine yönelik olarak izlenen politikalar ülkedeki tüm ekonomik faaliyetleri doğrudan ya da dolaylı olarak etkilemektedir. Özellikle sendikasyon kredileri gibi uluslararası finansman araçlarının fiyatlanmasında borçluya özel değişkenlerle birlikte borçlunun faaliyet gösterdiği ülkedeki makroekonomik koşulların da belirleyici bir rol oynaması beklenmelidir. Bu bağlamda, araştırma dönemi içerisinde Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerindeki *spread*'in belirlenmesinde Türkiye ekonomisine dair göstergelerin ne ölçüde etkili olduklarını belirleyebilmek amacıyla çeşitli analizler gerçekleştirilmiştir.

Literatürdeki çalışmalarda makroekonomik değişkenlerin ekonomik büyüme, borçluluk, dış ticaret ve dışa açıklık, uluslararası rezervler ve likidite, ülke riski gibi farklı başlıklar altında ele alındığı görülmektedir. Araştırmada bu yaklaşım benimsenmekle birlikte ek olarak beklentilere dair farklı göstergelere de yer verilmiş ve Türkiye'nin makroekonomik durumuna dair beklentilerin Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin maliyeti üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Makroekonomik değişkenler kullanılarak gerçekleştirilen regresyon analizlerinden elde edilen sonuçlar Tablo 4.3'de sunulmaktadır.

Tablo 4.3 Makroekonomik Değişkenler Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	7.702*** (1.901)	7.181*** (1.918)	7.327*** (1.918)	7.779*** (1.876)	8.690*** (1.966)	6.030*** (2.035)	11.45*** (4.188)	9.181*** (1.996)	7.845*** (1.935)	9.174*** (1.880)	7.863*** (1.882)	11.95*** (1.694)	11.63*** (1.659)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.0746*** (0.0210)	0.0755*** (0.0209)	0.0780*** (0.0211)	0.0841*** (0.0247)	0.0835*** (0.0209)	0.0846*** (0.0203)	0.0934*** (0.0289)	0.0862*** (0.0222)	0.0777*** (0.0210)		0.0773*** (0.0214)	0.0692*** (0.0207)	0.0695*** (0.0204)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-6.710 (4.837)	-8.753 (5.382)	-14.08*** (5.374)	-9.691 (6.048)	-9.922* (5.310)	-13.92*** (3.989)	-10.81* (5.984)	-10.41* (5.430)	-8.310 (5.430)	-6.264 (4.966)	-8.171 (5.221)	-9.323* (5.310)	-9.635* (5.332)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-2.085** (0.828)	-2.166*** (0.819)	-2.358*** (0.821)	-1.832** (0.833)	-1.511* (0.846)	-2.275*** (0.867)	-1.499* (0.861)	-1.954** (0.821)	-1.981** (0.842)	-3.363*** (0.812)	-1.971** (0.831)	-2.019** (0.865)	-2.228*** (0.856)
<i>rbuyume</i>				-2.275*** (0.652)										
<i>dtagssyh</i>	4.207** (1.766)			1.757 (2.276)	3.727* (2.043)	5.496*** (1.700)	4.217** (1.777)	4.035** (1.783)	3.660** (1.783)	4.178** (1.750)	4.098** (1.764)	4.195** (1.799)	4.830** (1.907)	4.879*** (1.868)
<i>cagsyh</i>		3.344** (1.615)												
<i>ihrith</i>			1.510** (0.737)											
<i>rek</i>					0.139 (0.241)									
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	4.575*** (1.672)	4.386** (1.776)	4.030** (1.603)	5.176*** (1.577)			5.150*** (1.592)	3.857** (1.955)	5.027*** (1.621)	5.624*** (1.606)	5.040*** (1.673)	6.325*** (1.475)	5.805*** (1.524)
<i>kvdbrc</i>						1.990** (0.831)								
<i>tdbrcgsyh</i>							2.188*** (0.714)							
<i>reztdb</i>								1.536 (1.616)						
<i>rezgsyh</i>									2.536 (1.704)					
<i>trted</i>										-0.147 (1.411)				
<i>trcds2y</i>											0.0510** (0.0200)			
<i>mvd</i>												-0.169 (2.825)		

Tablo 4.3 Makroekonomik Değişkenler Regresyon Analizi Sonuçları (Devamı)

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>	<i>spread</i>
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	4.231*** (1.536)	5.319*** (1.217)	6.827*** (1.822)	3.805** (1.596)	2.088 (1.428)	3.318** (1.554)	3.348** (1.584)	3.961** (1.575)	3.705** (1.555)	4.087*** (1.571)	3.661** (1.570)	3.120* (1.678)	3.198* (1.630)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.326*** (0.777)	-2.780*** (0.924)		-3.744*** (0.873)	-3.985*** (0.875)	-1.800** (0.860)	-2.867*** (1.101)	-2.401** (1.146)	-3.433*** (0.778)	-3.135*** (0.797)	-3.455*** (0.852)	-3.711*** (0.742)	-3.545*** (0.752)
<i>rflbib</i>	-2.044*** (0.609)	-2.341*** (0.654)	-2.360*** (0.679)	-2.786*** (0.560)	-1.811*** (0.668)	-2.116*** (0.707)	-3.390*** (0.484)	-2.090*** (0.622)	-2.365*** (0.700)	-2.034*** (0.611)	-2.024*** (0.700)	-2.022*** (0.764)		
<i>devbek</i>													-0.908*** (0.307)	
<i>faizbek</i>														-1.085*** (0.365)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.055*** (0.387)	-1.016*** (0.385)	-1.090*** (0.388)	-1.007*** (0.380)	-1.103*** (0.371)	-0.995** (0.390)	-0.950** (0.390)	-0.932** (0.391)	-1.020*** (0.382)	-0.952** (0.384)	-1.019*** (0.380)	-1.021*** (0.387)	-1.063*** (0.396)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.317** (0.148)	-0.308** (0.150)	-0.315** (0.152)	-0.305** (0.148)	-0.332** (0.148)	-0.305** (0.150)	-0.306** (0.148)	-0.297** (0.150)	-0.311** (0.149)	-0.282* (0.152)	-0.311** (0.149)	-0.317** (0.151)	-0.323** (0.151)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.322* (0.777)	-1.299* (0.783)	-1.367* (0.780)	-1.248 (0.765)	-1.356* (0.751)	-1.372* (0.795)	-1.229 (0.772)	-1.230 (0.787)	-1.265 (0.771)	-1.066 (0.760)	-1.266 (0.775)	-1.240 (0.769)	-1.302* (0.779)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-1.990*** (0.388)	-2.019*** (0.381)	-1.969*** (0.384)	-2.029*** (0.380)	-1.951*** (0.374)	-2.062*** (0.378)	-2.051*** (0.382)	-2.080*** (0.384)	-2.022*** (0.379)	-2.128*** (0.383)	-2.022*** (0.379)	-1.959*** (0.373)	-1.965*** (0.376)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-14.53 (12.16)	-15.29 (12.19)	-17.09 (12.04)	-14.73 (12.17)	-13.42 (12.47)	-19.00* (11.50)	-14.28 (12.17)	-16.11 (12.21)	-14.89 (12.21)	-16.06 (12.32)	-14.89 (12.26)	-13.21 (12.33)	-12.82 (12.38)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	67.75*** (7.956)	67.24*** (7.955)	67.88*** (8.081)	67.27*** (7.905)	68.09*** (7.913)	67.36*** (8.353)	66.89*** (7.829)	66.90*** (7.887)	67.42*** (7.894)	66.57*** (7.629)	67.46*** (7.868)	67.61*** (7.750)	67.61*** (7.756)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-6.210 (5.398)	-6.356 (5.344)	-6.428 (5.342)	-6.929 (5.364)	-7.128 (5.344)	-6.169 (5.124)	-7.690 (5.513)	-6.957 (5.326)	-6.749 (5.317)	-7.355 (5.196)	-6.696 (5.303)	-7.019 (5.349)	-6.583 (5.391)
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0601*** (0.00758)	0.0602*** (0.00750)	0.0604*** (0.00739)	0.0593*** (0.00738)	0.0598*** (0.00770)	0.0575*** (0.00743)	0.0592*** (0.00739)	0.0585*** (0.00739)	0.0594*** (0.00742)	0.0563*** (0.00733)	0.0595*** (0.00748)	0.0615*** (0.00770)	0.0611*** (0.00765)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	289.0*** (85.53)	188.8* (100.2)	335.5*** (83.59)	253.5** (97.95)	247.2*** (91.68)	285.1*** (84.93)	161.1 (141.1)	248.2*** (81.45)	291.9*** (87.34)	441.1*** (82.97)	291.2*** (85.18)	281.7*** (87.79)	313.4*** (88.76)
Observations	308	308	308	308	308	308	308	308	308	308	308	308	308	308
R-squared	0.780	0.779	0.779	0.777	0.780	0.777	0.777	0.781	0.781	0.780	0.775	0.780	0.778	0.778

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.3.1 Ekonomik Faaliyetler

Analizlerde ülkedeki ekonomik faaliyetlerin göstergesi olarak iki değişkene yer verilmiştir. Bunlardan ilki olan yıllık reel büyüme oranının *spread*deki değişiklikleri açıklamada %1 seviyesinde anlamlı olduğu belirlenmiştir. Araştırma dönemi içerisinde Türkiye'nin yıllık reel büyümesindeki bir standart sapmalı artışın bankaların aldığı sendikasyon kredilerindeki *spreadi* 9-12 baz puan aralığında düşürdüğü görülmektedir. Bu sonuç literatürde, artan ekonomik faaliyetler ve büyümenin ülkelerin zenginleşmeleri ile birlikte borç geri ödeme kapasitelerini de arttırarak kredi oranları üzerinde düşürücü bir etki yarattığını gösteren çalışmalar ile örtüşmektedir (Eichengreen ve Mody (2000), Altunbaş ve Gadanecz (2004), Christodoulakis ve Olupeka (2010)). Araştırmada ekonomik faaliyetlerin *spread* üzerindeki etkisini belirleyebilmek amacıyla kullanılan bir değişken OECD CLI'dır. OECD tarafından ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmaları ve dönüş noktalarını önceden belirleyebilmek amacıyla ülkelerin kısa vadeli ekonomik durumlarını yansıtan temel göstergeler baz alınarak hazırlanan bileşik öncü göstergeler endeksinin de *spreadi* belirlemede etkili bir değişken olduğu görülmektedir. İstatistiksel anlamlılık seviyesi farklılık göstermekle birlikte katsayı işareti kullanıldığı tüm eşitliklerde reel büyüme değişkeninde olduğu gibi negatiftir.

4.2.3.2 Dış Ticaret

Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredileri çoğunlukla dış ticaretin finansmanı amacı ile kullanılmaktadır. Dolayısı ile Türkiye'nin dış ticaret performansı ile Türk bankalarının sendikasyon kredisi talebi arasında doğrudan bir ilişki beklenmelidir. Araştırmada dış ticaretin ölçülenmesine yönelik olarak farklı değişkenler kullanılmış ve bu değişkenlerin *spread* üzerinde ne tür bir etkisi olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

Cari açık Türkiye'nin makroekonomik dengeleri açısından önemli bir risk unsuru olarak kabul edilmektedir. Cari açığı oluşturan alt hesaplar incelendiğinde ise ithalat ve ihracat arasındaki fark olarak isimlendirilebileceğimiz dış ticaret açığının cari açığın ortaya çıkmasında önemli bir etkisi olduğu görülmektedir. Dış ticaret açığının sendikasyon kredilerinin maliyetleri üzerindeki etkisini belirleyebilmek için kullanılan Dış Ticaret Açığı/GSYH değişkeni yer aldığı hemen hemen tüm

eşitliklerde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretli çıkmıştır⁴¹. Benzer şekilde Cari Açık/GSYH oranının da *spread*i belirlemede anlamlı ve kredi maliyetlerini yükseltici bir etkisi olduğu görülmektedir. Ulaşılan sonuçlar, her iki değişkenin de negatif değerli olması sebebiyle, dış ticaret açığı ya da cari açığın gayri safi milli hâsılaya oranındaki azalmanın kredi maliyetlerini yükselttiği anlamına gelmektedir. Bu sonuç, Türkiye ekonomisinin yapısal bir risk unsuru olarak görülen dış ticaret ve cari açığı iyileşmelerin Türk bankalarına sendikasyon yolu ile borç verenler tarafından olumlu puanlanmadığına işaret etmekte ve beklentilerle uyumsuzdur. Ayrıca, Ağca ve Celasun (2012)'nin çalışmalarında ortaya koydukları Cari Açık/GSYH oranı ile *spread* arasında anlamlı ancak ters yönlü bir ilişki olduğu sonucundan da farklılık göstermektedir.

Bir diğer dış ticaret değişkeni olarak analizlerde kullanılan ihracatın ithalatı karşılama oranından (İhracat/İthalat) elde edilen sonuçlar da yukarıda ulaşılan sonuçları desteklemektedir. Bu oran ile Dış Ticaret Açığı/GSYH ve reel büyüme değişkenleri arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi nedeni ile analizlerde bir arada kullanılmamışlardır⁴². İhracatın ithalatı karşılama oranı ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Anlamlılık seviyesi değişiklik göstermekle birlikte orandaki bir standart sapmalık artış kredi maliyetlerini 6,5-9 baz puan aralığında arttırmaktadır. Altunbaş ve Gadanez (2004) çalışmalarında kullandıkları İthalat/İhracat oranı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuşlar ve bu durumu gelişmekte olan ülkelere verilen sendikasyon kredilerinin sadece küçük bir kısmının bu ülkelerin dünya ticaretine katılmalarını desteklemesi ve gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeler kadar dünya ticaretine entegre olmamaları ile açıklamışlardır. İhracatın ithalatı karşılama oranı ile

⁴¹ Bu değişken sadece küresel değişkenler grubunda yer alan *us1y*, *tbill* ve *usdlib* (Tablo 4.2 (7), (8) ve (9) numaralı eşitlikler) ve makroekonomik değişkenler grubunda yer alan *rbyume* (Tablo 4.3 (4) numaralı eşitlik) değişkenleri ile birlikte kullanıldığında istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu dört eşitlik dışında yer aldığı tüm eşitliklerde *spread*i belirlemede anlamlı ve pozitif katsayıdır.

⁴² *ihrit* ile *dtagsyh* arasındaki korelasyon katsayısı 0,9088; *rbyume* arasındaki korelasyon katsayısı -0,7744 olarak hesaplanmıştır. Üç değişkenin birlikte kullanıldığı regresyon denkleminde VIF değerleri *ihrit* için 190,78, *dtagsyh* için 98,41, *rbyume* için ise 94,96 olarak belirlenmiştir. Bu değerler denkleminde çoklu doğrusallık (multicollinearity) sorunu olduğunu göstermektedir. Bu sorunun ortadan kaldırılması için *dtagsyh* ve *rbyume* değişkenleri denklem dışında tutulmuştur. Sonuçları Tablo 4.3'te sunulan üç numaralı denklemde, *ihrit* VIF değerinin 5.90'a düştüğü belirlenmiştir.

spread arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olması Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin ihracatın finansmanı amacı ile kullanırılıyor olmasını doğrulamakla birlikte bu kredilerin Türkiye'nin dünya ticaretine katılımını ve entegrasyonunu desteklediğini göstermektedir. İlişki katsayısının pozitif olması Dış Ticaret Açığı/GSYH ve Cari Açık/GSYH değişkenlerinde olduğu gibi ihracattaki artışın sendikasyon kredilerine olan talebi arttırarak *spread*'in yükselmesine yol açması ile açıklanabilir.

İhracatın yıllık değişim oranı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı belirlenmiştir. Bu sonuç Ağca ve Celasun (2012)'nin çalışmalarında ulaştıkları sonucu desteklemektedir. Araştırmada, ithalatın yıllık değişim oranı ile *spread* arasındaki ilişkiye de yer verilmiş ve bu değişkenin de *spread*'i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, ithalatın değişim oranı ile *spread*'i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenen bir diğer değişken olan büyüme beklentisi arasında yüksek korelasyon ilişkisi olduğu tespit edilmiştir⁴³. Analizler büyüme beklentisi değişkeni kullanılmadan tekrarlandığında ithalattaki değişim oranının *spread*'i belirlemede büyüme beklentisi değişkeninde olduğu gibi istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı ve negatif katsayılı olduğu görülmüştür. Ayrıca diğer değişkenlere ait sonuçlarda da herhangi bir değişiklik olmamıştır. İki değişkenin de *spread* üzerinde benzer etkilere sahip olması Türkiye ekonomisinin ithalata dayalı bir üretim ve büyüme yapısına sahip olması ile açıklanabilir. İki değişken birlikte kullanıldığında ise büyüme beklentisi anlamlılığını korurken ithalattaki değişim oranı anlamlılığını kaybetmiştir. Bu nedenle diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde kontrol değişkeni olarak büyüme beklentisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Dış ticaret hadlerinin aylık değerleri ve bir önceki aya göre, üç ay öncesine göre ve bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranları ile *spread* arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı görülmüştür. Dış ticaret hadlerindeki değişim oranının *spread*'i belirlemede etkili bir değişken olmaması da Ağca ve Celasun (2012)'nin sonuçlarını destekleyen bir diğer sonuçtur.

⁴³ İki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,88, büyüme beklentisi değişkeninin VIF değeri 23,80, ithalatın değişim oranı değişkeninin VIF değeri ise 22,26 olarak hesaplanmıştır.

Dış ticaret değişkenleri ile bağlantılı olarak *spread* üzerinde etkisi araştırılan bir diğer değişken reel efektif döviz kuru olmuştur. Analizlerde kullanılan ve TCMB tarafından hesaplanan TÜFE bazlı reel efektif döviz kurunun aylık, üç aylık ve yıllık serileri ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Ayrıca her bir serinin bir önceki döneme göre değişim oranlarının da *spread*'i belirlemede anlamlı olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

4.2.3.3 Dış Borçluluk

Dış borçluluk değişkeni olarak kullanılan Kısa Vadeli Dış Borç/GSYH oranının yer aldığı tüm eşitliklerde *spread*deki değişiklikleri açıklamada %1 seviyesinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'nin kısa vadeli dış borcunun gayrisafi milli hasılasına oranındaki bir standart sapmalı artış Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların aldıkları sendikasyon kredilerinde *spread*'in 8-13 baz puan aralığında yükselmesine sebep olmaktadır. Benzer şekilde Türkiye'nin dış borçluluk göstergeleri olarak kullanılan Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç ve Toplam Dış Borç/ GSYH değişkenlerinin de *spread*deki değişiklikleri açıklamada %1 seviyesinde anlamlı oldukları görülmektedir. Her üç değişken katsayısının beklendiği gibi pozitif işaretli olması, borç verenlerin Türkiye'nin dış borçluluk oranındaki artışı sendikasyon kredisi alan bankalar için de önemli bir risk unsuru olarak gördüklerini ve bunu sendikasyon kredisi fiyatlarına yüksek *spread* olarak yansıttıklarını göstermektedir. Elde edilen bu sonuç literatürde ülkelerin dış borçluluk oranlarındaki artışın *spread*'i arttırdığını gösteren sonuçları doğrulamaktadır (Ağca ve Celasun (2012), Christodoulakis ve Olupeka (2010), Altunbaş ve Gadanez (2004), Boehmer ve Megginson (1990)).

4.2.3.4 Uluslararası Rezervler

Spread üzerinde etkisi araştırılan bir başka makroekonomik etken ise uluslararası rezervlerdir. Ülkelerin sahip olduğu uluslararası rezervler bir likidite ölçüsü olarak değerlendirilmekte, yabancı para yükümlülüklerini yerine getirebilme ve özellikle yabancı para kaynaklı krizlere karşı bir güven göstergesi olarak kabul edilmektedir. Analizlerde uluslararası rezerv değişkeni olarak kullanılan Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç, Net Uluslararası Rezervler/İthalat ve Net

Uluslararası Rezervler/GSYH değişkenlerinin hiçbiri *spread*deki değişiklikleri açıklamada istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Ulaşılan sonuçlar literatürde uluslararası rezervlerin *spreadi* belirlemede anlamlı bir faktör olduğunu ortaya koyan çalışmalardan farklılaşmaktadır (Edwards (1986), Gersovitz (1985), Altunbaş ve Gadanez (2004), Christodoulakis ve Olupeka (2010)). Araştırma dönemi içerisinde TCMB'nin sahip olduğu uluslararası rezervlerin Türk bankalarına verilen sendikasyon kredilerine katılan borç verenler tarafından belirleyici bir etken olarak değerlendirilmediği anlaşılmaktadır.

4.2.3.5 Ülke Riski

Kredi temerrüt takası (CDS) ülkelerin içinde buldukları politik ve makroekonomik durumlarını yansıtan ve uluslararası piyasalarda sıklıkla referans alınan göstergelerden biridir. Analizlerde özellikle yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'nin ülke riskini ölçmede kullanılan bir gösterge olan iki, beş ve on yıl vadeli Türkiye CDS oranlarının *spread* üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde vadelerin genellikle bir yıl olması ve üç gösterge arasında yüksek seviyede korelasyon ilişkisi olmasından dolayı öncelikle iki yıl vadeli CDS oranının etkisi incelenmiştir. İki yıl vadeli Türkiye CDS oranı ile gelişmekte olan piyasalardaki riski ölçmek amacıyla kullanılan EMBIGDV Sovereign Spread değişkeni arasında da yüksek korelasyon olması sebebiyle bu değişkenlerin bir arada kullanılmamasına dikkat edilmiştir. Tablo 4.4 değişkenler arasındaki korelasyonu göstermektedir.

Tablo 4.4 CDS Oranları ve EMBIGDV Korelasyon Matrisi

	<i>trcds2y</i>	<i>trcds5y</i>	<i>trcds10y</i>	<i>embigdv</i>
<i>trcds2y</i>	1.0000			
<i>trcds5y</i>	0.9406	1.0000		
<i>trcds10y</i>	0.8363	0.9694	1.0000	
<i>embigdv</i>	0.8627	0.7169	0.5672	1.0000

İki yıl vadeli Türkiye CDS oranının yer aldığı tüm eşitliklerde *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak %1 ile %5 seviyesi arasında anlamlı olduğu görülmekle birlikte orandaki bir standart sapmalık artışın Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinde *spreadi* 5-7 baz puan

arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde EMBIGDV Sovereign Spread değişkeninin de yer aldığı tüm eşitliklerde *spread*deki değişiklikleri açıklamada %1 seviyesinde anlamlı ve pozitif katsayılı olduğu belirlenmiştir. EMBIGDV Sovereign Spread'deki bir standart sapmalık artış ise *spread*in 7,4 ila 10,25 baz puan aralığında yükselmesine sebep olmaktadır. Ayrıca her iki değişken birbirleri yerine kullanıldığında kontrol edilen diğer değişkenlerin anlamlılık seviyeleri ve katsayılarında bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Birlikte kullanıldıklarında ise, EMBIGDV Sovereign Spread anlamlılığını korumaya devam ederken iki yıl vadeli Türkiye CDS oranı anlamlılığını yitirmektedir. Bu sebeple, diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde EMBIGDV Sovereign Spread değişkeninin kullanılmasına karar verilmiştir. Beş ve on yıl vadeli Türkiye CDS oranlarının ise *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye kredi piyasalarındaki risk seviyesini ölçmek amacıyla analize dahil edilen ve ABD verileri üzerinden hesaplanan TED Spread oranından yola çıkarak aynı formülle Türkiye için oluşturulan TED Spread oranının *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmadığı görülmüştür.

4.2.3.6 Beklenti Değişkenleri

Araştırmada makroekonomik beklentilerin *spread* üzerindeki etkilerini belirleyebilmek için büyüme, enflasyon, cari açık, devalüasyon, nominal ve reel faiz beklentileri kullanılmıştır. Ekonomik büyüme beklentisinin yer aldığı tüm eşitliklerde *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlılık seviyesinin bazı eşitliklerde %5 olmakla birlikte genelde %1 olduğu, katsayı işaretinin ise tüm eşitliklerde negatif olduğu görülmektedir. Türkiye ekonomisine dair büyüme beklentisindeki bir standart sapmalık artış *spread*in 7-11 baz puan aralığında düşmesine yol açmaktadır. Elde edilen sonuçlar hem istatistiksel anlamlılık hem de ilişkinin yönü açısından analizlerde kullanılan yıllık reel büyüme ve OECD CLI Türkiye değişkenlerinin sonuçları ile benzeşmektedir. Reel büyüme ve büyüme beklentisi değişkenleri analizlerde bir arada kullanıldığında ise büyüme beklentisinin anlamlılığını korurken aralarındaki yüksek korelasyon nedeni ile reel büyümenin anlamlılığını yitirdiği görülmektedir. Bu nedenle, diğer grup değişkenleri

ile yapılan analizlerde kontrol değişkeni olarak büyüme beklentisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Spreadi belirlemede etkili olan bir diğer beklenti değişkeninin cari açık oranı beklentisi olduğu görülmektedir. İstatistiksel anlamlılık seviyesi değişmekle birlikte Cari Açık/GSYH beklentisi ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Ulaşılan sonuçlar gerek anlamlılık gerekse ilişkinin yönü açısından gerçekleşen Cari Açık/GSYH değişkeninden elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir. Analizlerde gerçekleşen ve beklenen Cari Açık/GSYH verileri birlikte kullanıldığında ise aralarında yüksek korelasyon ilişkisi olmasına rağmen beklenti değişkeninin tüm eşitliklerde anlamlılığını koruduğu, gerçekleşen Cari Açık/GSYH değişkeninin ise bazı eşitliklerde anlamlılığını yitirdiği ya da anlamlılık seviyesinin değiştiği görülmektedir. Bu nedenle, diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde kontrol değişkeni olarak gerçekleşen Cari Açık/GSYH yerine beklenen Cari Açık/GSYH değişkeni kullanılmıştır.

Türkiye'nin dış ticaretine yönelik beklentileri yansıtan bir diğer değişken cari işlemler dengesi beklentisidir. Bu değişken ile Cari Açık/GSYH beklentisi arasında tespit edilen yüksek korelasyon ilişkisi nedeniyle analizlerde bir arada kullanılmamışlardır⁴⁴. Sonuçlar cari işlemler dengesi beklentisi ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermekte ve Cari Açık/GSYH beklentisinden elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir. Kontrol edilen diğer grup değişkenlerin sonuçlarında da farklılık oluşmamıştır. Bu iki beklenti değişkeni bir arada kullanıldıklarında ise her ikisinin de *spreadi* belirlemede anlamlı olmadıkları görülmektedir.

Reel faiz beklentisinin *spread* üzerindeki etkisini belirleyebilmek amacıyla dört farklı nominal faiz oranı üzerinden Fisher Denklemi kullanılarak reel faiz beklentisi hesaplanmıştır. Bu oranlar arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi sebebiyle analizlerde 3-ay vadeli TR LIBOR Faiz Oranı üzerinden hesaplanan reel faiz

⁴⁴ İki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,96, *cidbek* değişkeninin VIF değeri 108,73, *cagsyhbek* değişkeninin VIF değeri ise 86,47 olarak hesaplanmıştır.

beklentisi değişkeni kullanılmıştır. Tablo 4.5 hesaplanan dört reel faiz beklentisi arasındaki korelasyonu göstermektedir.

Tablo 4.5 Reel Faiz Beklentisi Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>rfbint</i>	<i>rfbtb</i>	<i>rfblib</i>	<i>rfbdibs</i>
<i>rfbint</i>	1.0000			
<i>rfbtb</i>	0.9442	1.0000		
<i>rfblib</i>	0.9471	0.9854	1.0000	
<i>rfbdibs</i>	0.9524	0.9610	0.9785	1.0000

Reel faiz beklentisinin yer aldığı tüm eşitliklerde *spreadi* belirlemede %1 seviyesinde anlamlı ve negatif katsayılı olduğu görülmektedir. Reel faiz beklentisindeki bir standart sapmalık artış sendikasyon kredisi maliyetlerinde 9-14 baz puan aralığında bir düşmeye yol açmaktadır. Reel faiz beklentisi ile *spread* arasındaki ters yönlü bu ilişkinin küresel değişkenler bölümünde ulaşılan kısa vadeli ABD faiz oranları ile *spread* arasındaki ters yönlü ilişki ile aynı olması dikkat çekicidir. Reel faiz beklentisi ile LIBOR arasındaki korelasyon katsayısı +0,74, *spread* arasındaki korelasyon katsayısı -0,49 olarak hesaplanmıştır. Bu katsayılar reel faiz beklentisindeki artışın LIBOR’u arttırdığı; LIBOR ile *spread* arasındaki ters yönlü ilişki nedeni ile de *spreadin* düşmesine yol açtığına işaret etmekte ve regresyon analizinden elde edilen sonuç ile uyumaktadır.

Nominal faiz beklentisinin etkisi incelendiğinde reel faiz beklentisine benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Nominal faiz beklentisi, reel faiz beklentisi ve devalüasyon beklentisi arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi nedeniyle bu değişkenler bir arada kullanılmamıřtır⁴⁵. Nominal faiz beklentisindeki bir standart sapmalık artış sendikasyon kredisi maliyetlerini 4,5-9,5 baz puan aralığında aşağıya çekerken, aradaki ilişki hemen hemen tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç nominal faiz beklentisindeki artışın, reel faiz beklentisinde olduğu gibi, LIBOR’u arttırdığına, LIBOR ile *spread* arasındaki ters yönlü ilişki nedeni ile de *spreadin* düşmesine yol açtığına işaret etmektedir.

⁴⁵ Tablo 3.4’te görüldüğü üzere nominal faiz beklentisi ile reel faiz beklentisi arasındaki korelasyon katsayısı 0,88, nominal faiz beklentisi ile devalüasyon beklentisi arasındaki korelasyon katsayısı ise 0,97 dir.

Sendikasyon kredilerinin Türk bankaları için bir yabancı para finansman kaynağı olduğu dikkate alındığında ABD Doları ve Euro para birimlerindeki devalüasyon oranına yönelik beklentilerin de kredi maliyetleri üzerinde belirleyici bir etkisi olması beklenmelidir. Analizlerde devalüasyon beklentisi değişkeninin yer aldığı hemen hemen tüm eşitliklerde *spreadi* açıklamada %1 seviyesinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Devalüasyon beklentilerindeki bir standart sapmalılık artış *spreadi* 4-6 baz puan aralığında düşürmektedir. Elde edilen sonuçlar, devalüasyon beklentilerinin *spread* üzerinde anlamlılık ve etkinin yönü açısından reel ve nominal faiz beklentileri ile benzer bir etkisi olduğunu göstermektedir. Tablo 4.6 üç değişken arasındaki yüksek korelasyon ilişkisini göstermektedir.

Tablo 4.6 Devalüasyon, Reel ve Nominal Faiz Beklentileri Korelasyon Matrisi

	<i>devbek</i>	<i>faizbek</i>	<i>rfblib</i>
<i>devbek</i>	1.0000		
<i>faizbek</i>	0.9710	1.0000	
<i>rfblib</i>	0.8133	0.8773	1.0000

Reel faiz, nominal faiz ve devalüasyon beklentileri bir arada kullanıldığında, reel faiz beklentisinin anlamlılığını koruduğu, nominal faiz ve devalüasyon beklentileri ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle, diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde kontrol değişkeni olarak reel faiz beklentisi kullanılmıştır.

Beklenti değişkenleri arasında etkisi araştırılan son değişken olan enflasyon beklentisi ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, analizlerde kullanılan büyüme, cari açık, reel faiz, nominal faiz, devalüasyon ve enflasyon beklentilerinden, enflasyon haricindeki tüm makroekonomik beklentilerin *spreadi* belirlemede etkili oldukları sonucu ortaya çıkmaktadır.

4.2.3.7 Yabancı Para Mevduat Maliyeti

Bankalar için sendikasyon kredilerine alternatif olarak başvurulabilecek bir diğer finansman kaynağı topladıkları yabancı para mevduatlarıdır. Bu sebeple, yabancı para mevduatın bankaya olan maliyetinin bankanın sendikasyon kredisine

göstereceği talebi etkilemesi beklenebilir. Bu maliyeti ölçmede kullanılan bir yıl ve daha uzun vadeli Euro ve ABD Doları üzerinden açılan mevduatlar için hesaplanan sektörün ağırlıklı ortalama faiz oranlarının *spreadi* belirlemede herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Euro ve ABD Doları mevduatlara ödenen faiz oranı ile analizlerde kullanılan reel faiz beklentisi arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi nedeniyle reel faiz beklentisi dışarıda bırakılarak yapılan analizlerde ise Euro ve ABD Doları mevduatlara ödenen faiz oranı ile *spread* arasındaki ilişki istatistiksel olarak %10 seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Farklı makroekonomik değişkenler kullanılarak gerçekleştirilen analizlerde elde edilen önemli sonuçlardan biri de kontrol edilen diğer dört grup değişkenlerine ait sonuçların değişmediğidir. Tablo 4.3'de makroekonomik değişkenlerden elde edilen sonuçlarla birlikte kontrol değişkenlerinin tüm eşitliklerde yaklaşık olarak aynı seviyede anlamlı oldukları ve katsayılarının ne işaret ne de rakamsal olarak çok fazla değişmediği görülmektedir.

4.2.4 Borçlu Değişkenleri

Borçlu değişkenleri grubunda sendikasyon kredisi alan bankaların mali durumlarını farklı açılardan analizlere yansıtılmasını sağlayan finansal göstergelere ek olarak bankaların türü, sermaye yapıları, kredi notuna sahip olup olmadıkları, pay senetlerinin halka açıp olup olmadığı gibi kukla değişkenlere yer verilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 4.7'de sunulmuştur.

Tablo 4.7 Borçlu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>	(3) <i>spread</i>	(4) <i>spread</i>	(5) <i>spread</i>	(6) <i>spread</i>	(7) <i>spread</i>	(8) <i>spread</i>	(9) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	7.727*** (1.880)	7.766*** (1.889)	8.292*** (1.909)	7.878*** (1.897)	7.849*** (1.868)	7.826*** (1.879)	7.932*** (1.895)	8.051*** (1.934)
<i>embigdv</i>	0.078*** (0.0209)	0.092*** (0.0208)	0.078*** (0.0209)	0.072*** (0.0213)	0.078*** (0.0210)	0.077*** (0.0211)	0.080*** (0.0211)	0.078*** (0.0209)	0.076*** (0.0211)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-6.897 (5.053)	-7.963 (5.137)	-7.652 (5.014)	-8.191 (5.157)	-8.228 (5.088)	-8.894* (5.081)	-8.214 (5.088)	-8.758* (5.185)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	5.988*** (1.691)	5.182*** (1.610)	5.244*** (1.609)	5.032*** (1.628)	5.045*** (1.617)	5.003*** (1.616)	5.068*** (1.619)	5.015*** (1.622)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.401** (1.543)	3.588** (1.568)	3.588** (1.546)	3.677** (1.576)	3.657** (1.571)	3.537** (1.585)	3.683** (1.570)	3.638** (1.566)
<i>gsmhbek</i>	-3.44*** (0.775)	-3.73*** (0.806)	-3.54*** (0.779)	-3.680*** (0.772)	-3.440*** (0.777)	-3.477*** (0.765)	-3.320*** (0.790)	-3.457*** (0.783)	-3.418*** (0.775)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	3.943** (1.744)	4.209** (1.767)	4.051** (1.809)	4.201** (1.779)	4.177** (1.760)	4.645** (1.887)	4.187** (1.769)	4.305** (1.757)
<i>rfblib</i>	-2.04*** (0.609)	-2.34*** (0.601)	-2.05*** (0.610)	-2.221*** (0.612)	-2.044*** (0.610)	-2.031*** (0.615)	-1.924*** (0.606)	-2.013*** (0.613)	-1.947*** (0.606)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.496* (0.807)	-1.935** (0.832)	-2.222*** (0.830)	-1.966** (0.835)	-1.991** (0.831)	-1.868** (0.828)	-1.955** (0.830)	-2.006** (0.841)
<i>durakt</i>	-1.02*** (0.380)	-1.11*** (0.361)	-0.858** (0.353)	-0.881** (0.374)	-1.016*** (0.383)	-1.064** (0.431)	-1.020*** (0.375)	-1.047*** (0.378)	-1.115*** (0.396)
<i>aktpay</i>	-2.02*** (0.378)		-2.12*** (0.376)	-2.391*** (0.392)	-2.024*** (0.382)	-2.018*** (0.380)	-2.017*** (0.380)	-2.017*** (0.377)	-2.038*** (0.379)
<i>lntvar</i>		-8.28*** (1.603)							
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.36*** (0.133)	-0.298* (0.152)		-0.312** (0.149)	-0.311** (0.149)	-0.319** (0.147)	-0.316** (0.149)	-0.332** (0.151)
<i>likkvyk</i>				-0.0013** (0.00065)					
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.261* (0.673)		-1.111 (0.705)	-1.274 (0.826)	-1.238 (0.774)	-1.507* (0.901)	-1.216 (0.775)	-1.219 (0.772)
<i>ozkkar</i>			-0.0529 (0.0605)						
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-21.02* (11.46)	-14.05 (12.18)	-15.38 (11.70)	-14.90 (12.23)	-15.01 (12.33)	-15.56 (12.11)	-15.22 (12.18)	-13.23 (11.82)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	68.09*** (7.866)	66.48*** (7.884)	68.68*** (7.592)	67.46*** (7.876)	67.57*** (7.954)	67.36*** (7.833)	67.22*** (7.939)	68.08*** (7.916)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-9.957* (5.509)	-10.45** (4.792)	-2.773 (5.628)	-6.984 (6.107)	-6.510 (5.364)	-4.767 (5.851)	-6.308 (5.311)	-5.602 (5.532)
<i>syr</i>					0.00590 (0.0722)				
<i>takred</i>						0.122 (0.400)			
<i>yppsf</i>							-0.149 (0.144)		
<i>devletd</i>								-1.573 (3.039)	
<i>borsad</i>									3.576 (4.201)
<i>vade</i>	0.06*** (0.00743)	0.061*** (0.00732)	0.059*** (0.00756)	0.0598*** (0.00719)	0.0594*** (0.00742)	0.0594*** (0.00743)	0.0586*** (0.00758)	0.0595*** (0.00743)	0.0595*** (0.00734)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	358.0*** (89.88)	284.3*** (85.61)	306.2*** (85.71)	290.3*** (86.14)	292.2*** (85.67)	289.9*** (85.35)	289.0*** (85.44)	292.8*** (86.32)
Observations	308	308	308	308	308	308	308	308	308
R-squared	0.780	0.784	0.779	0.777	0.780	0.780	0.781	0.780	0.781

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Etkisi araştırılan faktörlerden ilki bankanın bilanço büyüklüğüdür. Elde edilen sonuçlar büyük bilançolara sahip bankaların küçük bilançolara sahip bankalara göre daha düşük *spread*lerden borçlanabildiklerini göstermektedir. Aradaki ilişkinin analizlerde kullanılan tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür.

Bu sonuç literatürdeki, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla daha şeffaf oldukları ve büyük firmalara ait bilgilere ulaşmanın daha kolay olduğu varsayımına dayanarak firma büyüklüğü ile asimetrik bilgi arasında negatif yönlü bir ilişki kuran ve büyük bilançolu firmaların daha düşük *spread*ler ile borçlanabildiklerini gösteren araştırmalar ile tutarlıdır (Ivashina (2009), Bharath vd. (2011), Saunders ve Steffen (2011), Haselmann ve Wachtel (2011), Champagne ve Coggins (2012), Lim, Minton ve Weisbach (2014) ve Kim, Surroca ve Tribo (2014)). Sonuçlar aynı zamanda borç verenlerin sendikasyona katılmalarındaki asıl motivasyonun ileriki dönemlerde Türkiye’de faaliyet gösteren borçlu bankalar ile iş ilişkilerini geliştirme, hazine, dış ticaret işlemleri, muhabirlik gibi diğer bankacılık işlemleri üzerinden kazanç elde etme olduğu ve bu sebeple sendikasyon kredilerinde olması gerekenden çok daha düşük oranlardan borç vermeyi kabul ettikleri beklentisini de doğrulamaktadır.

Sendikasyon kredisi alan bankaların büyüklüğünün ölçülmesinde kullanılan değişkenlerinden biri de bankanın toplam bankacılık sektörü içerisindeki payıdır. Bankaların sektör payları toplam aktifler, krediler ve alacaklar, mevduat olmak üzere üç farklı gösterge üzerinden ele alınmıştır. Yapılan analizlerde her üç değişkene de yer verilmiş ve benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Tablo 4.8 bu üç değişken arasındaki korelasyon ilişkisini göstermektedir. Değişkenler arasındaki korelasyonun yüksek olması ve benzer sonuçlara ulaşılması nedeni ile diğer grup değişkenleri ile yapılan analizlerde bankanın sektör payı değişkeni olarak toplam aktifinin bankacılık sektörü toplam aktiflerine oranı kullanılmıştır.

Tablo 4.8 Sektör Payı Değişkenleri Korelasyon Matrisi

	<i>aktpay</i>	<i>krdpay</i>	<i>mvdtpay</i>
<i>aktpay</i>	1.0000		
<i>krdpay</i>	0.9808	1.0000	
<i>mvdtpay</i>	0.9932	0.9766	1.0000

Tablo 4.7’de sunulan sonuçlar yüksek sektör paylarına sahip bankaların daha düşük *spread* ile borçlanabildiklerini ortaya koymaktadır. Bankanın sektör payındaki bir standart sapmalı artışın, almış olduğu sendikasyon kredisinin maliyetinde 10-11 baz puan aralığında bir düşüşe yol açtığı görülmektedir. Aradaki ilişkinin tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamlı ve ters yönlü olduğu görülmektedir. Sektör payı

ile bilanço büyüklüğü değişkenlerinden aynı sonuçların elde edilmesi her iki değişkenin de banka büyüklüğünü ölçmede anlamlı olduklarını ve büyük bankaların küçük bankalara kıyasla daha düşük *spreadler* ile borçlanabildiklerini göstermektedir.

Duran varlıklar değişkeni yer aldığı tüm eşitliklerde %1 ve %5 seviyelerinde anlamlı ve negatif işaretlidir. Bu sonuç literatürdeki yüksek oranda maddi duran varlığa sahip olan borçluların, haklarında daha fazla bilgi sahibi olunan, daha şeffaf ve bilgi asimetrisi sorununun daha az olduğu borçlular olarak değerlendirildikleri ve daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini ortaya koyan çalışmaları doğrulamaktadır (Bharath vd. (2011), Do ve Vu (2010), Lim, Minton ve Weisbach (2014), Haselmann ve Wachtel (2011), Hubbard, Kuttner ve Palia (2002), Saunders ve Steffen (2011), Dennis, Nandy ve Sharpe (2000)). Borçlunun sahip olduğu duran varlıkların toplam bilanço içerisindeki payında bir standart sapmalık artışın, almış olduğu sendikasyon kredilerindeki *spreadi* 3-4 baz puan aralığında düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Sendikasyon kredisi alan bankanın bağımsız bir derecelendirme kurumu tarafından verilmiş bir kredi notuna sahip olup olmamasının *spreadi* belirlemede etkisi olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, yapılan uzman görüşmelerinde elde edilen Türkiye sendikasyon kredisi piyasasındaki işlemlerin daha çok geçmişten gelen ilişkiler yoluyla gerçekleştiği bilgisini desteklemektedir. Borç verenlerin geçmişten gelerek tekrar eden ilişkiler yoluyla borçlu hakkında ihtiyaç duydukları bilgilere birinci elden sahip olmaları nedeni ile bağımsız değerlendirme kuruluşlarının sağladığı sertifikasyon etkisinin ortadan kalktığı görülmektedir. Kredi notuna sahip olan borçlular, haklarında bağımsız değerlendirmeden geçmiş, kaliteli ve tarafsız bilgi sahibi olunan, şeffaf kurumlar olarak değerlendirilmektedir. Böyle bir durumda, borçlu ile sendikasyona katılan bankalar arasındaki bilgi asimetrisi kaynaklı maliyetin daha düşük olması ve bunun borçlanma maliyetlerine yansımaları beklenmelidir. Aradaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte değişken katsayısının yer aldığı tüm eşitliklerde eksi işaretli olması, bu beklentiye karşılık gelmektedir. Analizlerde kredi notu kukla değişkenine ek olarak bankaların sahip oldukları kredi notunun *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olup olmadığı araştırılmış ve aradaki ilişkin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir.

Borçlu bankanın kredi notunun yüksek ya da düşük olmasının *spread* üzerinde belirleyici olmaması yukarıda ulaşılan sonucu desteklemektedir.

Pay senetleri borsada işlem gören bankalar için oluşturulan kukla değişken ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Kredi notu değişkeninde olduğu gibi, bu sonuç da uzman görüşmelerinde elde edilen Türkiye sendikasyon kredisi piyasasındaki işlemlerin daha çok geçmişten gelen ilişkiler yoluyla gerçekleştiği bilgisini desteklemektedir. Borç verenlerin geçmişten gelerek tekrar eden ilişkiler yoluyla borçlu hakkında ihtiyaç duydukları bilgilere birinci elden sahip olmaları nedeni ile borçlunun pay senetlerinin borsada işlem görüyor olması *spread* üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmamaktadır.

Araştırma dönemi içerisinde Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri üzerinde etkisi olan faktörlerden birinin de likidite olduğu görülmektedir. Analizlerde borçlu bankanın likiditesini ölçmek amacıyla kullanılan Likit Aktifler/Toplam Aktifler ve Likit Aktifler/Kısa Vadeli Yükümlülükler oranlarının *spread*deki değişimleri açıklamada istatistiksel olarak anlamlı oldukları belirlenmiştir. Her iki değişken katsayısının tüm eşitliklerde tutarlı bir şekilde eksi işaretli olması likidite riski düşük olan bankaların daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini göstermektedir. Likit Aktifler/Toplam Aktifler oranındaki bir standart sapmalık artış *spread*in 3,5-4,5 baz puan aralığında düşmesine yol açmaktadır.

Sendikasyon kredisi alan bankanın karlılığı ile *spread* arasındaki ilişki aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı üzerinden incelenmiş ve her iki değişken ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aktif karlılık değişkeninin kullanıldığı bazı eşitliklerde *spread*i açıklamada %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğu görülse de birçok eşitlikte anlamlı olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Elde edilen sonuçların değişkenlik göstermesi nedeni ile karlılığın *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğundan bahsedilememektedir. Özkaynak karlılığı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaması Haselmann ve Wachtel (2011) tarafından ulaşılan sonucu desteklemekle birlikte Champagne ve Coggins (2012)'nin sonucu ile

uyuşmamaktadır. Aktif karlılık oranının anlamsız bulunması ise literatürde bu değişken kullanılarak yapılan araştırmalardan elde edilen sonuçlar ile ters düşmektedir (Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006), Ivashina (2009), Lim, Minton ve Weisbach (2014)). Karlılık değişkenlerinin işaretlerine bakıldığında tüm eşitliklerde tutarlı bir şekilde eksi işaretli oldukları görülmektedir. Bu sonuç, borç verenlerin yüksek karlılık oranlarına sahip bankaları mali yapısı sağlam ve temerrüt riski düşük borçlular olarak değerlendirdiklerine ve bu bankalardan daha düşük oranlar talep ettiklerine işaret etmektedir.

Spreadi belirlemede etkili olmadığı belirlenen bir diğer değişken kaldıraç oranıdır. Bu sonuç sendikasyona katılan borç verenlerin, bankaların toplam varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklar ne kadarını ise özkaynaklar ile finanse ettiklerini dikkate almadıklarına işaret etmektedir. Yüksek kaldıraç oranı borçlunun dış kaynaklara daha bağımlı hale gelmesi anlamına gelir ve borç verenler firmanın finansmanda zorluk yaşayabileceği, temerrüde düşüp yükümlülüklerini yerine getiremeyebileceği olasılığı ile firmayı daha riskli görerek daha yüksek faiz oranı talep ederler. Değişken katsayısının eksi işaretli olması bu beklentiyi karşılamamakla birlikte literatürdeki kaldıraç oranı ile kredi maliyeti arasındaki pozitif ilişkiyi ortaya koyan çalışmalar ile de uyumlu değildir (Ivashina 2009, Do ve Vu 2010, Focarelli, Pozzolo ve Casolaro 2008, Coleman, Esho ve Sharpe (2006), Hubbard, Kuttner ve Palia (2002), Lee vd. (2010), Haselmann (2011), Lim, Minton ve Weisbach (2014), Kim, Surroca ve Tribo (2014)). Analizlerde borçlu bankaların sermaye yeterlilikleri ile *spread* arasındaki ilişki sermaye yeterliliği standart oranı kullanılarak incelenmiştir. Ulaşılan sonuçlar sermaye yeterlilik oranının, kaldıraç oranı değişkenine benzer şekilde Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spreadini* açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir.

Borçlu değişkenleri grubunda etkisi araştırılan faktörlerden biri de bankanın aktif kalitesidir. Bu amaçla kullanılan takipteki kredilerin toplam krediler ve alacaklara oranının *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Katsayının tüm eşitliklerde artı işaretli olması aktif

kalitesi düşük olan bankaların daha yüksek oranlardan borçlandıklarına işaret etmektedir.

Sendikasyon kredileri Türk bankaları için bir tür yabancı para borçlanma aracıdır. Bir bankanın toplam pasifleri içerisinde ne kadarının yabancı para cinsinden olduğu bankanın uluslararası fon kaynaklarına ulaşmadaki uzmanlığının bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Analizlerden elde edilen sonuçlar bankaların yabancı para pasiflerinin toplam pasifleri içerisindeki oranı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermektedir. Değişken katsayısının yer aldığı tüm eşitliklerde eksi işaretli olması, yüksek oranda yabancı para pasiflere sahip bankaların daha düşük oranlardan borçlanmaları beklentisini karşılamaktadır.

Araştırmada banka türlerinin *spread* üzerindeki etkisini belirlemede üç kukla değişken kullanılmıştır. Yatırım bankaları için kullanılan kukla değişken sınırlı sayıdaki bazı eşitliklerde %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı iken diğer eşitliklerde anlamlı bulunmamıştır. Elde edilen farklı sonuçlar bu değişken ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmasını engellemektedir. Bununla birlikte, değişken katsayısının tüm eşitliklerde tutarlı bir şekilde eksi işaretli olması yatırım bankalarının diğer bankalara kıyasla daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini göstermektedir.

İslami bankacılık prensiplerine göre faaliyet gösteren katılım bankaları için kullanılan kukla değişkenin tüm eşitliklerde %1 oranında anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Araştırma dönemi içerisinde Türkiye'deki katılım bankalarının aldıkları sendikasyon (murabaha sendikasyonu) kredilerinde diğer bankalara kıyasla 67-68 baz puan daha yüksek *spread* ödedikleri ortaya konmuştur. Bu sonuç murabaha sendikasyonlarının konvansiyonel sendikasyonlara göre daha farklı bir borç veren yapısına sahip olmasıyla açıklanabilir. Bu tür sendikasyonlarda borç verenler genellikle Körfez ülkelerinde faaliyet gösteren İslami bankalar ve İslami bankacılık faaliyetleri de olan sınırlı sayıdaki konvansiyonel Avrupa bankalarından oluşmaktadır. Dolayısı ile konvansiyonel sendikasyon kredilerinde potansiyel katılımcı sayısı ve borç verilebilecek kredi tutarı çok daha yüksektir. Murabaha sendikasyonu işlemlerinde var olan arz yönlü bu sınırlılık ve sendikasyonuna katılan

bankaların katılım bankası tarafından istenen İslami prensiplere uygunluk koşulunu sağlamış olmalarından dolayı talep edecekleri prim, katılım bankalarının daha yüksek *spread* oranları ile borçlanmalarına neden olabilir. Ayrıca, konvansiyonel sendikasyon kredilerinde var olan bazı ücret türlerinin murabaha sendikasyonlarında talep edilemiyor olması durumunda, borç verenler bu ücretleri *spread*e yansıtma eğiliminde olabilirler. Katılım bankalarının diğer bankalara göre niçin daha yüksek *spread* oranlarından borçlandıkları ayrı bir araştırma konusu olup bu çalışmanın sınırları dışında kalmaktadır.

Analizlerden elde edilen sonuçlar bir bankanın devlet bankası olması ile aldığı sendikasyon kredilerinin *spread*i arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermektedir. Değişken katsayısının eksi işaretli olması Barbosa ve Ribiero (2007)'nin kamu iktisadi teşekküllerinin sahip oldukları üstü kapalı garantiler ile borç verenler tarafından daha az riskli olarak değerlendirildikleri ve Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006)'nin kamu kurumlarının ödediği faiz oranlarının özel firmalara göre daha düşük olduğu sonuçları ile uyumaktadır.

Banka kukla değişkenlerinin *spread* üzerindeki etkilerinin belirlenebilmesi amacıyla üç farklı analiz gerçekleştirilmiştir. İlk analizde banka kukla değişkenleri bilanço değişkenleri ile birlikte kullanılmış ve hemen hemen tüm kukla değişkenlerinin *spread*i belirlemede %1 seviyesinde anlamlı oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte kontrol edilen diğer değişkenlerin sonuçlarında da bir değişme olmamıştır. Borçlu bankaların mali durumlarını yansıtan bilanço değişkenleri ile birlikte banka kukla değişkenlerinin de anlamlı olması *spread* üzerindeki banka etkisinin önemine işaret etmektedir. Aynı analiz sadece vadesi bir yıl olan krediler üzerinden tekrarlandığında iki banka bir yıldan uzun vadeli kredi kullandıkları için analiz dışında kalmıştır. Elde edilen sonuçların tüm krediler üzerinden gerçekleştirilen birinci analizde ulaşılan sonuçlarla birebir uyumlu olduğu görülmektedir. Üçüncü analizde ise bilanço değişkenleri kullanılmamış, eşitliğe kontrol değişkenlerine ek olarak sadece banka kukla değişkenleri dâhil edilmiştir. Bilanço değişkenleri analiz dışında tutulduğunda, kontrol edilen diğer grup değişkenlerinin sonuçlarında değişiklik olmadığı, banka kukla değişkenleri sonuçlarının önceki analizlerde elde edilen sonuçları desteklediği görülmüştür.

Banka kukla değişkenleri kullanılarak gerçekleştirilen analizler, araştırma donemi içerisinde Türkiye’de faaliyet gosteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri üzerinde banka etkisinin belirleyici olduğunu gostermektedir.

4.2.5 Sozleşme Değişkenleri

Analizlerde kredi sozleşmesine dair dort farklı değişkenin etkisi araştırılmıştır. Bunlar kredinin vadesi, tutarı, para birimi ve hangi amaçla kullanıldığıdır. Tablo 4.9’da sunulan sonuçlar vade değişkeninin analizler sırasında yer aldığı tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamlı ve *spread* ile pozitif ilişkili olduğunu gostermektedir. Bu tutarlı sonuç uzun vadeli sendikasyon kredilerinin kısa vadeli sendikasyon kredilerine kıyasla daha yüksek *spread*e sahip olduğunu gostermektedir. Bu ilişki, uzun vadeli kredilerde temerrüt riskinin daha fazla olması (Flannery 1986) ve riskli firmaların yeniden finansman sağlayamama riskine karşı uzun vadeli krediler almayı tercih ettikleri (Diamond 1991) açıklamaları ile uyumakta ve literatürdeki diğer çalışmalarda elde edilen sonuçları desteklemektedir. (Angbazo, Mei ve Saunders (1998), Kleimeier ve Megginson (2000), Gottesman ve Roberts (2004), Saunders ve Steffen (2011), Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008), Christodoulakis ve Olupeka (2010), Ağca ve Celasun (2012), Kim, Surroca ve Tribo (2014)).

Bir diğer sozleşme değişkeni olarak kullanılan kredi tutarı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı gorlmştr. Bununla birlikte tüm analizlerde kredi tutarı değişkeni katsayısının negatif işaretili olduğu gorlmektedir. Bu sonuç literatürdeki sendikasyona konu olabilecek büyüklükteki kredilerin ancak büyük firmalar tarafından talep edilebilecekleri, büyük firmaların finansal bilgi açısından küçük firmalara gore daha Şeffaf olmaları ve bankalar tarafından düşük riskli olarak değerlendirilmeleri nedeni ile daha düşük faiz oranlarından borçlanabildikleri sonucu ile tutarlıdır (Booth (1992), Angbazo, Mei ve Saunders (1998), Kleimeier ve Megginson (2000), Ivashina (2009), Christodoulakis ve Olupeka (2010), Bharath vd. (2011), Ağca ve Celasun (2012)). Ayrıca Altunbaş ve Gadanecz (2004)’n sendikasyon kredilerinde lek ekonomisinin varlığının etkili olabileceği ve Focarelli, Pozzolo ve Casolaro (2008)’in büyük firmaların sahip

oldukları pazarlık gücü ile daha düşük oranlardan borçlanabildiği açıklamalarını desteklemektedir.

Literatürde etkisi araştırılan faktörlerden biri de sendikasyon kredisinin hangi amaçla talep edildiğidir. Araştırmada kullanılan veri setinde kredinin kullanım amacı dış ticaretin finansmanı amaçlı ve dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Kullanım amacının *spread* üzerindeki etkisini ölçebilmek için dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan krediler için bir kukla değişkeni kullanılmıştır. Analizlerde sendikasyon kredilerinin hangi amaçla alındığının *spread* üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır⁴⁶. Bununla birlikte kukla değişken katsayısının negatif olması dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan kredilerin, dış ticaretin finansmanı amacıyla alınan kredilere kıyasla daha düşük *spread*e sahip olduğunu göstermektedir.

Sendikasyon kredileri Türk bankacılık sektörü için bir yabancı para finansman kaynağıdır. Araştırma dönemi içerisinde alınan sendikasyon kredileri incelendiğinde tamamının ABD Doları ve Euro cinsinden alındıkları görülmektedir. Kredinin hangi para birimi cinsinden alındığının *spread* üzerinde etkisi olup olmadığının sorgulanabilmesi için Euro cinsinden alınan krediler için kukla değişken kullanılmıştır. Sonuçlar, kredinin hangi para birimi cinsinden alındığının belirleyici bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Bu bölümde yapılan analizlerden elde edilen önemli bir sonuç da kontrol edilen diğer dört grup değişkenlerine ait sonuçların değişmediğidir. Tablo 4.9'daki tüm eşitliklerde bu değişkenlerin yaklaşık olarak aynı seviyede anlamlı oldukları ve katsayılarının ne işaret ne de rakamsal olarak çok fazla değişmediği görülmektedir.

⁴⁶ Araştırma dönemi içerisinde alınmış olan 308 sendikasyon kredisinin 271 adedinin (%88) dış ticaretin finansmanı amacıyla alınmış olmasının bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo 4.9 Sözleşme Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>	(3) <i>spread</i>	(4) <i>spread</i>	(5) <i>spread</i>	(6) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	7.860*** (1.889)	7.936*** (1.890)	7.757*** (1.870)	7.765*** (1.877)	5.257*** (1.940)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.0767*** (0.0213)	0.0773*** (0.0210)	0.0776*** (0.0208)	0.0768*** (0.0212)	0.0622*** (0.0214)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-8.298 (5.089)	-8.078 (5.113)	-8.234 (5.048)	-8.205 (5.087)	-9.916** (4.856)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	5.007*** (1.620)	5.037*** (1.618)	4.900*** (1.637)	4.887*** (1.638)	4.597*** (1.683)
<i>caagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.636** (1.556)	3.636** (1.577)	3.600** (1.575)	3.543** (1.577)	4.450*** (1.579)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.447*** (0.779)	-3.442*** (0.777)	-3.395*** (0.777)	-3.403*** (0.782)	-3.244*** (0.811)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	4.200** (1.770)	4.215** (1.769)	4.300** (1.771)	4.302** (1.783)	3.729** (1.793)
<i>rfblib</i>	-2.044*** (0.609)	-2.017*** (0.623)	-2.063*** (0.613)	-2.109*** (0.617)	-2.101*** (0.643)	-1.984*** (0.688)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.963** (0.833)	-1.981** (0.833)	-1.957** (0.823)	-1.963** (0.820)	-2.296*** (0.820)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.018*** (0.380)	-1.021*** (0.380)	-1.053*** (0.379)	-1.055*** (0.379)	-1.349*** (0.382)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.320** (0.153)	-0.313** (0.149)	-0.279* (0.158)	-0.287* (0.162)	-0.332** (0.166)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.269* (0.766)	-1.257 (0.770)	-1.413* (0.822)	-1.419* (0.821)	-1.327 (0.975)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-1.938*** (0.417)	-2.013*** (0.382)	-2.112*** (0.403)	-2.036*** (0.426)	-1.544*** (0.455)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-15.28 (12.16)	-14.84 (12.17)	-15.30 (12.03)	-15.60 (11.92)	-16.58 (11.94)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	67.48*** (7.895)	67.50*** (7.899)	70.13*** (8.521)	70.24*** (8.602)	71.95*** (8.660)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-6.840 (5.359)	-6.606 (5.352)	-5.356 (5.652)	-5.348 (5.791)	-8.095 (6.266)
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0585*** (0.00806)	0.0593*** (0.00743)	0.0597*** (0.00726)	0.0587*** (0.00795)	
<i>Intutar</i>		-0.650 (1.637)			-0.558 (1.757)	-3.162* (1.894)
<i>eurd</i>			-0.986 (2.971)		-0.681 (3.164)	0.355 (3.363)
<i>amac</i>				-4.969 (4.495)	-5.078 (4.543)	-4.812 (4.864)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	298.5*** (88.77)	292.2*** (85.75)	291.8*** (85.09)	299.7*** (88.90)	398.6*** (85.91)
Observations	308	308	308	308	308	308
R-squared	0.780	0.780	0.780	0.781	0.781	0.757

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.6 Sendikasyon Grubu Değişkenleri

Analizlerde kullanılan veri seti üç yüz sekiz gözlemden oluşmakla birlikte, on üç sendikasyon kredisinde katılımcı bankaların kimler olduğu ve hangi tutarlarda sendikasyona katıldıkları bilgilerine ulaşılamamıştır. Bu sebeple sendikasyon grubuna ait değişkenler analiz edilirken iki farklı çalışma yapılmıştır. İlk çalışmada üç yüz sekiz gözlemden oluşan veri seti kullanılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 4.10'da sunulmaktadır. Gruptaki borç veren sayısı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı görülmekle birlikte katsayının eksi işaretli

olması büyük sendikasyon grupları tarafından verilen kredilerin daha düşük *spread*e sahip olduğunu işaret etmektedir. Bu ilişki Coleman, Esho ve Sharpe (2006) tarafından büyük gruplar tarafından verilen kredilerin daha standart sözleşmeler ile düzenlenmesi ve bu tür yapılarda borçluyu izleme gerekliliğinin ve dolayısı ile bunun ortaya çıkardığı maliyetin daha düşük olmasıyla; Kim, Surroca ve Tribo (2014) tarafından banka sayısındaki artışın riskin paylaşılması ve banka başına düşen riskin azalmasıyla açıklanmıştır. Benzer şekilde Lim, Minton ve Weisbach (2014) ve Haselmann ve Wachtel (2011) de araştırmalarında sendikasyon grubundaki katılımcı sayısındaki artışın *spread*i düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 4.10 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları-1

Değişkenler	<i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.871*** (1.901)
<i>embigdv</i>	0.0773*** (0.0210)
<i>kriz</i>	-8.295 (5.155)
<i>kdbgsyh</i>	5.025*** (1.621)
<i>cagsyhbek</i>	3.678** (1.573)
<i>gsmhbek</i>	-3.428*** (0.787)
<i>dtagsyh</i>	4.226** (1.783)
<i>rfblib</i>	-2.025*** (0.616)
<i>cli</i>	-1.961** (0.838)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)
<i>likakt</i>	-0.313** (0.150)
<i>aktkar</i>	-1.255 (0.775)
<i>aktpay</i>	-2.005*** (0.399)
<i>knotd</i>	-14.96 (12.25)
<i>katilimd</i>	67.48*** (7.886)
<i>yatirimd</i>	-6.816 (5.386)
<i>vade</i>	0.0591*** (0.00812)
<i>katsay</i>	-0.0132 (0.0849)
<i>constant</i>	290.5*** (85.91)
Observations	308
R-squared	0.780

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sendikasyon grubuna ait başka faktörlerin de etkisini inceleyebilmek amacıyla ikinci bir analiz yapılmıştır. On üç kredi için sendikasyona katılan borç verenlerin kimler olduğu ve hangi tutarlarda sendikasyona katıldıkları bilgilerine ulaşamadığı için iki yüz doksan beş gözlem üzerinden gerçekleştirilen bu çalışmanın sonuçları Tablo 4.11’de sunulmaktadır.

Tablo 4.11 Sendikasyon Grubu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları-2

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>	(3) <i>spread</i>	(4) <i>spread</i>	(5) <i>spread</i>	(6) <i>spread</i>	(7) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.871*** (1.901)	7.151*** (1.936)	6.834*** (1.934)	7.665*** (1.961)	7.779*** (1.954)	7.715*** (1.967)	6.881*** (1.927)
<i>embigdv</i>	0.0773*** (0.0210)	0.0807*** (0.0216)	0.0855*** (0.0214)	0.0742*** (0.0218)	0.0692*** (0.0220)	0.0741*** (0.0222)	0.0790*** (0.0223)
<i>kriz</i>	-8.295 (5.155)	-9.682* (5.224)	-9.710* (5.144)	-9.299* (5.484)	-9.732* (5.609)	-9.342* (5.451)	-10.48** (5.237)
<i>kdbgsyh</i>	5.025*** (1.621)	5.471*** (1.626)	5.259*** (1.573)	5.199*** (1.645)	5.378*** (1.640)	5.145*** (1.642)	5.502*** (1.587)
<i>cagsyhbek</i>	3.678** (1.573)	3.553** (1.584)	3.539** (1.578)	3.506** (1.589)	3.390** (1.582)	3.474** (1.589)	3.376** (1.565)
<i>gsmhbek</i>	-3.428*** (0.787)	-3.268*** (0.834)	-3.272*** (0.826)	-3.251*** (0.826)	-3.190*** (0.833)	-3.274*** (0.828)	-3.205*** (0.845)
<i>dtagsyh</i>	4.226** (1.783)	4.621*** (1.779)	4.693** (1.813)	4.647** (1.798)	4.981*** (1.797)	4.634** (1.793)	5.084*** (1.788)
<i>rfblib</i>	-2.025*** (0.616)	-2.126*** (0.656)	-2.319*** (0.641)	-2.261*** (0.642)	-2.029*** (0.640)	-2.270*** (0.651)	-1.930*** (0.682)
<i>cli</i>	-1.961** (0.838)	-2.075** (0.847)	-1.968** (0.837)	-2.223** (0.876)	-2.148** (0.872)	-2.219** (0.874)	-1.883** (0.839)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-0.905** (0.384)	-0.967** (0.378)	-0.843** (0.389)	-0.817** (0.391)	-0.894** (0.389)	-0.930** (0.383)
<i>likakt</i>	-0.313** (0.150)	-0.301** (0.152)	-0.321** (0.150)	-0.312** (0.154)	-0.322** (0.153)	-0.312** (0.154)	-0.335** (0.150)
<i>aktkar</i>	-1.255 (0.775)	-1.048 (0.707)	-1.014 (0.708)	-0.942 (0.737)	-0.879 (0.726)	-1.014 (0.741)	-0.979 (0.706)
<i>aktpay</i>	-2.005*** (0.399)	-2.226*** (0.430)	-2.185*** (0.432)	-2.229*** (0.433)	-2.224*** (0.428)	-2.209*** (0.437)	-2.152*** (0.433)
<i>knotd</i>	-14.96 (12.25)	-16.32 (12.70)	-14.36 (12.62)	-15.55 (13.12)	-14.88 (12.86)	-15.43 (13.20)	-14.61 (12.39)
<i>katilimd</i>	67.48*** (7.886)	62.52*** (8.015)	56.03*** (8.599)	64.35*** (8.181)	66.87*** (8.411)	64.87*** (8.241)	59.97*** (9.269)
<i>yatirimd</i>	-6.816 (5.386)	-8.773 (5.460)	-8.666 (5.323)	-8.363 (5.502)	-8.536 (5.498)	-8.278 (5.562)	-8.692 (5.356)
<i>vade</i>	0.0591*** (0.00812)	0.0590*** (0.00822)	0.0605*** (0.00768)	0.0587*** (0.00844)	0.0580*** (0.00849)	0.0586*** (0.00857)	0.0587*** (0.00798)
<i>katsay</i>	-0.0132 (0.0849)	-0.0495 (0.0968)	0.0347 (0.0873)	0.0117 (0.0902)	0.0285 (0.0877)	0.0477 (0.1000)	0.0480 (0.103)
<i>ndepins</i>		6.011* (3.120)					2.902 (3.851)
<i>ndepinspay</i>			1.239*** (0.450)				1.007* (0.588)
<i>trbnk</i>				6.009 (8.423)			-3.248 (9.889)
<i>trbnkpay</i>					0.133 (0.0855)		0.150 (0.103)

Tablo 4.11. Sendikasyon Grubu Değişkenleri Regresyon Analizi Sonuçları-2 (Devamı)

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>	(3) <i>spread</i>	(4) <i>spread</i>	(5) <i>spread</i>	(6) <i>spread</i>	(7) <i>spread</i>
<i>hhi</i>						0.000604 (0.00166)	0.00109 (0.00167)
<i>constant</i>	290.5*** (85.91)	301.5*** (87.99)	292.1*** (86.60)	315.0*** (90.59)	306.2*** (90.42)	319.5*** (90.85)	276.7*** (86.18)
Observations	308	295	295	295	295	295	295
R-squared	0.780	0.786	0.789	0.784	0.785	0.783	0.791

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Sendikasyon grubunun büyüklüğüne ek olarak gruptaki yoğunlaşmanın etkisini belirleyebilmek için kullanılan HHI değişkeni ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Değişken katsayısının pozitif işaretli olması literatürdeki sorunlu ve yüksek riskli kredilerin daha küçük ve yoğun, düşük riskli kredilerin ise daha büyük ve az yoğun gruplar tarafından verildiği sonucu ile uyumludur (Hubbard, Kuttner ve Palia (2002), Bosch ve Steffen (2011)). Champagne ve Coggins (2012)'ye göre daha küçük ve yoğunlaşmış gruplar tarafından verilen krediler daha yüksek faiz oranlarına sahiptir.

Sendikasyon grubunda borçlu ile aynı ülkede faaliyet gösteren yerel bankalar bulunmasının kredi maliyetleri üzerinde nasıl bir etkisi olduğunun belirlenebilmesi amacıyla bu tür gruplar tarafından verilen krediler için bir kukla değişken kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar grupta Türkiye'de faaliyet gösteren bir bankanın bulunmasının *spread* üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir. Değişken katsayısının pozitif işaretli olması ise gruptaki yerel banka varlığının kredi maliyetini yükselttiği anlamına gelmektedir. Bu sonuç Fungacovai, Godlewski ve Weill (2011)'in Rusya piyasasında verilen sendikasyon kredileri üzerinde yaptığı araştırmadan elde ettiği sonucu doğrulamakta ancak yerel bankaların maliyet düşürücü etkilerini ortaya koyan çalışmalar ile uyumsuzdur (Nini (2004), Barbosa ve Ribiero (2007), Haselmann ve Wachtel (2011)). Yerel banka etkisini ölçmek için kullanılan değişkenlerden biri de yerel bankaların kredi tutarı içindeki toplam payıdır. Sonuçlar bir sendikasyon kredisinin hangi oranda yerel hangi oranda yabancı borç verenler tarafından veriliyor olmasının *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olmadığını göstermektedir. Bu değişkenin de kukla değişkeninde

olduğu gibi pozitif katsayıya sahip olması, yerel bankaların sendikasyon tutarına katılım oranındaki artışın Türk bankalarının sendikasyon kredi maliyetlerini olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Bu bölümde kullanılan bir başka kukla değişken de sendikasyon grubu içerisinde mevduat kabul etmeyen bankaların olup olmadığıdır. Ayrıca mevduat kabul etmeyen bankaların kredi içerisindeki toplam payları da ek bir değişken olarak analizlere dâhil edilmiştir. Elde edilen sonuçlar daha önceki çalışmalarda ulaşılan, yatırım bankaları ve banka dışı finansal kurumların katıldığı sendikasyon grupları tarafından verilen kredilerin daha yüksek *spread*e sahip oldukları sonucunu desteklemektedir. (Harjoto, Mullineaux ve Yi (2006), Nandy ve Shao (2008), Lim, Minton ve Weisbach (2014)). Toplam kredi tutarı içerisinde mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından sağlanan tutardaki bir standart sapmalık artışın *spread*i 3-4 baz puan civarında arttırdığı belirlenmiştir.

Gerek üç yüz sekiz, gerekse iki yüz doksan beş gözlem kullanılarak yapılan analizlerin ortaya koyduğu bir başka önemli sonuç da kontrol edilen diğer dört grup değişkenlerden elde edilen sonuçların tutarlı olduğudur. Tablo 4.11'deki tüm eşitliklerde bu değişkenlerin yaklaşık olarak aynı seviyede anlamlı oldukları ve katsayılarının ne işaret ne de rakamsal olarak çok fazla değişmediği görülmektedir.

4.2.7 Örneklem Dayanıklılık Testi (Sample Robustness Check)

Küresel, makroekonomik, borçlu, sözleşme ve sendikasyon grubu değişkenleri kullanılarak yapılan analizlerde her grupta *spread*i belirlemede etkili olan ya da *spread*i etkilemesi beklendiği halde aradaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılan değişkenler belirlenmiştir. Bu bölümde, belirlenen değişkenlerden elde edilen sonuçların dayanıklılığını (robustness) test edebilmek için analizler farklı örneklem kullanılarak tekrarlanmış ve ulaşılan sonuçlar ayrı ayrı tablolar halinde sunulmuştur. Tabloların ilk kolonunda araştırma evrenini oluşturan üçyüzsekiz gözlem kullanılarak elde edilen sonuçlara, ikinci kolonunda ise ilgili örneklem kullanılarak ulaşılan sonuçlara yer verilmiştir.

4.2.7.1 Bir Yıl Vadeli Krediler

2003-2012 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan 1-yıl vadeli sendikasyon kredileri kullanılarak yapılan analiz sonuçları Tablo 4.12’de sunulmaktadır. Bu dönemde alınan 308 sendikasyon kredisinden 276’sının 1-yıl vadeli olduğu ve değişkenlerin gerek istatistiksel anlamlılık seviyesi gerekse katsayı işareti yönünden önceki bölümlerde elde edilen sonuçlar ile tutarlı olduğu görülmektedir. Tek değişiklik tüm sendikasyon kredileri kullanılarak yapılan analizlerde *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenen yatırım bankası kukla değişkeninin 1-yıl vadeli kredilerde *spreadi* belirlemede %10 seviyesinde anlamlı bulunmasıdır.

Tablo 4.12 Bir Yıl Vadeli Krediler

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>vadep</i>	7.887*** (1.886)	7.690*** (1.940)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.0800*** (0.0210)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-7.077 (4.912)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	4.861*** (1.611)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.641** (1.607)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.475*** (0.821)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	4.299** (1.854)
<i>rfblib</i>	-2.044*** (0.609)	-1.894*** (0.645)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.746** (0.814)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.161*** (0.401)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.412*** (0.156)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-0.989 (1.022)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-1.997*** (0.415)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-15.48 (13.21)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	76.02*** (7.515)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-10.01* (5.374)
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	-

Tablo 4.12 Bir Yıl Vadeli Krediler (Devamı)

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	293.6*** (81.75)
Observations	308	276
R-squared	0.780	0.796

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.7.2 Katılım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Tablo 4.13’de görüldüğü üzere 2003-2012 yılları arasında Türk bankaları tarafından alınan 308 sendikasyon kredisinden 20 tanesi İslami bankacılık prensiplerine göre faaliyet gösteren katılım bankaları tarafından alınmıştır. Bu krediler dışarıda tutularak yapılan analizde değişkenlerin gerek istatistiksel anlamlılık seviyesi gerekse katsayı işareti yönünden önceki bölümlerde elde edilen sonuçlar ile büyük ölçüde benzeştiği görülmektedir. *kdbgsyh* (Kısa Vadeli Brüt Dış Borç Stoku/GSYH) ve *dtagsyh* (Dış Ticaret Açığı/GSYH) değişkenlerinin anlamlılık seviyeleri değişirken, *cli* (OECD Composite Leading Indicators) değişkeni ile *spread* arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlılığını yitirmiştir. Tüm sendikasyon kredileri kullanılarak yapılan analizlerde *spread*ı belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenen yatırım bankası ve kriz kukla değişkenleri katılım bankaları dışındaki bankalar tarafından alınan kredilerde *spread*ı belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bulunmuşlardır.

Tablo 4.13 Katılım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	6.411*** (1.946)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.0910*** (0.0215)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-9.260** (4.575)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	2.834* (1.585)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.382** (1.604)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.498*** (0.779)

Tablo 4.13 Katılım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler (Devamı)

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	3.810* (1.957)
<i>rfblib</i>	-2.044*** (0.609)	-2.441*** (0.621)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.241 (0.786)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.266*** (0.382)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.418*** (0.143)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.063 (0.737)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-1.797*** (0.373)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-7.403 (12.89)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	-
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-9.304* (4.857)
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0645*** (0.00678)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	233.0*** (78.41)
Observations	308	288
R-squared	0.780	0.741

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.7.3 Yatırım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Tablo 4.14’de yatırım bankaları tarafından alınan sendikasyon kredileri dışarıda tutularak yapılan analizin sonuçları sunulmaktadır. İki değişiklik dikkati çekmektedir. Bunlardan ilki *likakt* (Likit Aktifler/Toplam Aktifler) değişkeninin anlamlılığını yitirmesi, ikincisi ise kredi notu kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede anlamlı bulunmuş olmasıdır.

Tablo 4.14 Yatırım Bankaları Dışındaki Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	7.885*** (2.015)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.0895*** (0.0219)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-6.579 (5.262)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	5.724*** (1.643)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	4.240** (1.669)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.473*** (0.829)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	4.231** (1.863)
<i>rflib</i>	-2.044*** (0.609)	-2.038*** (0.655)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-1.581* (0.868)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.075** (0.430)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.289 (0.183)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-1.472 (0.965)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-2.167*** (0.408)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-30.65** (12.94)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	68.53*** (7.468)
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0605*** (0.00743)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	245.6*** (88.37)
Observations	308	276
R-squared	0.780	0.787

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.7.4 Ticari Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Bu bölümde son olarak hem katılım hem de yatırım bankaları tarafından alınan krediler dışarıda tutulmuş ve analiz sadece ticari bankalar tarafından alınan 256 kredi ile tekrar edilmiştir. Elde edilen sonuçlar tüm bankalar tarafından alınan üçyüzsekiz kredi ile gerçekleştirilen analizlerden elde edilen sonuçlar ile büyük ölçüde örtüşmektedir. Farklı olarak, ticari bankalar tarafından alınan sendikasyon

kredilerinde *cli*'ın (OECD Composite Leading Indicators) *spread*i belirlemede etkili bir değişken olmadığı, kriz kukla değişkeni ile *spread* arasındaki ilişkinin ise istatistiksel olarak %10 seviyesinde anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 4.15 Ticari Bankalar Tarafından Alınan Krediler

Değişkenler	(1) <i>spread</i>	(2) <i>spread</i>
<i>vadepr</i>	7.887*** (1.886)	6.433*** (2.178)
<i>embigdv</i>	0.0775*** (0.0209)	0.100*** (0.0230)
<i>kriz</i>	-8.219 (5.083)	-8.857* (5.032)
<i>kdbgsyh</i>	5.027*** (1.618)	3.424** (1.624)
<i>cagsyhbek</i>	3.671** (1.568)	3.891** (1.736)
<i>gsmhbek</i>	-3.440*** (0.775)	-3.600*** (0.842)
<i>dtagsyh</i>	4.207** (1.766)	3.788* (2.112)
<i>rfblib</i>	-2.044*** (0.609)	-2.381*** (0.672)
<i>cli</i>	-1.968** (0.833)	-0.993 (0.863)
<i>durakt</i>	-1.018*** (0.380)	-1.305*** (0.431)
<i>likakt</i>	-0.311** (0.149)	-0.419** (0.176)
<i>aktkar</i>	-1.261 (0.769)	-0.990 (0.905)
<i>aktpay</i>	-2.022*** (0.378)	-1.936*** (0.402)
<i>knotd</i>	-14.90 (12.20)	-23.02 (15.65)
<i>katilimd</i>	67.45*** (7.865)	-
<i>yatirimd</i>	-6.721 (5.304)	-
<i>vade</i>	0.0595*** (0.00743)	0.0656*** (0.00697)
<i>constant</i>	290.6*** (85.76)	203.5** (85.77)
Observations	308	256
R-squared	0.780	0.739

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

BEŞİNCİ BÖLÜM

5 SONUÇ

1960'lı yılların sonu ile 1970'li yılların başında Londra merkezli Euro-dolar bankacılığındaki gelişmelerin ve Euro-dolar cinsi borçlanma araçlarının yaygın olarak kullanılmaya başlanmasıyla Londra ve ABD merkezli olarak ortaya çıkan sendikasyon kredisi piyasaları, yıllar içinde hızlı bir gelişme göstermiştir. Sendikasyon kredileri ilk ortaya çıktıkları dönemden itibaren hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda sıklıkla tercih edilen bir fon kaynağı olmuştur. Sendikasyon kredilerini gelişmekte olan ülkeler için daha da önemli kılan özelliklerden biri de çoğunlukla yabancı para olarak alınan krediler olmaları ve ülkeye sağladıkları yabancı sermaye girişiyle ekonomik büyümeye verdikleri katkıdır. 2014 yılında küresel piyasalarda verilmiş olan sendikasyon kredilerinin tutarı bir önceki yıla göre %9 artışla 4,7 Trilyon ABD Dolarına ulaşırken gerçekleşen işlem adedi %8 artışla yaklaşık 10,500 olmuştur. Toplam kredi tutarın %50'si ABD'de, %24'ü Avrupa'da, %26'sı ise diğer ülke piyasalarında gerçekleşmiştir (Thomson Reuters 2014). Türkiye'de sendikasyon kredilerinin finansal serbestleşme çalışmaları kapsamında yabancı para cinsinden borçlanmanın kolaylaştırıldığı 1980 sonrası dönemde yaygınlaşmaya başladığı görülmektedir. 2012 yılında Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredisi tutarı 16,1 Milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bu tutar küresel sendikasyon kredileri piyasaları işlem hacminin %0,5'ine karşılık gelirken, Türk bankacılık sektörünün %2,1'ine, sektörün yabancı para dış kaynaklarının ise yaklaşık %6'sına tekabül etmektedir.

2003-2012 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinde referans faiz oranının üzerine eklenen *spreadi* belirleyen faktörlerin neler olduğunun belirlenmesi amacıyla öncelikle bir başlangıç

analizi olarak Wilcoxon Rank-Sum (Mann-Whitney) testi gerçekleştirilmiştir. Bu analiz gerçekleştirilirken, belirlenen gruplama değişkenlerine bağlı olarak gözlemler iki gruba ayrılmış, *spreadi* etkileyebilecek diğer değişkenlerin etkileri göz önüne alınmadan, bu gruplara ait *spreadler* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Daha sonra ise bu gruplar için kukla değişkenler yaratılmış ve bu kukla değişkenler de çoklu değişken analizi olarak kullanılan regresyon analizlerine bağımsız değişkenler olarak dâhil edilmişlerdir.

Mann-Whitney testinden elde edilen sonuçlara göre katılım bankaları ve diğer bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spreadleri* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmaktadır ve bu sonuç regresyon analizinden elde edilen, katılım bankası kukla değişkeninin *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucu ile örtüşmektedir. Benzer şekilde ABD Doları ile Euro cinsinden alınan kredilerin *spreadleri* arasındaki farkın da istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte, regresyon analizinden elde edilen sonuçlar sendikasyon kredisinin hangi para biriminden alındığının *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. İki testte ulaşılan farklı sonuçlar, diğer etkenler göz ardı edildiğinde kredinin alındığı para birimi ile *spread* arasında anlamlı bir ilişki bulunurken analize başka değişkenler de eklendiğinde para biriminin *spreadi* belirlemede anlamlılığını yitirdiğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, Mann-Whitney testi sonuçlarına göre aralarında mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu gruplar tarafından verilen sendikasyon kredileri ile tamamı mevduat kabul eden bankalardan oluşan gruplar tarafından verilen kredilerdeki *spreadler* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmazken, regresyon analizlerinde mevduat kabul etmeyen bankaların da bulunduğu gruplar tarafından verilen sendikasyon kredilerinin daha yüksek *spreadlere* sahip olduğu belirlenmiştir.

Yatırım bankaları, devlet bankaları, pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bankalar, bağımsız bir derecelendirme kuruluşu tarafından verilmiş kredi notuna sahip bankalar, borçlu ile aynı ülkede faaliyet gösteren yerel bankaların da bulunduğu sendikasyon grupları tarafından verilen krediler ve kriz dönemi kriterleri kullanılarak yapılan Mann-Whitney testlerinde, iki gruptaki *spreadler* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Mann-

Whitney testlerinden elde edilen bu sonuç regresyon analizlerinde bu gruplar için oluşturulan kukla değişkenlerinden hiçbirinin Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2012 yılları arasında alınan sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirlemede etkili olmadığı sonucu ile örtüşmektedir.

Mann-Whitney testi ile iki gruba ait *spreadler* arasında diğer değişkenlerin etkisi dikkate alınmadan istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı belirlenebilmektedir. Ancak *spreadi* etkileyebilecek diğer bağımsız değişkenler de analize dâhil edildiğinde Mann-Whitney testleri ile elde edilen sonuçlar değişebilir. Bu amaçla gerçekleştirilen regresyon analizinde, *spread* üzerinde belirleyici olduğu düşünülen beş ayrı grup değişken ele alınmıştır: küresel, makroekonomik, borçlu ile ilgili, sözleşme ile ilgili ve sendikasyon grubu değişkenleri.

Küresel değişkenler likidite, volatilité, kredi piyasalarındaki risk algısı, gelişmekte olan piyasalar riski ve küresel kriz dönemi olmak üzere beş farklı alt grupta ele alınmıştır. Küresel likidite ölçüsü olarak kısa ve uzun vadeli ABD Doları faiz oranları ile birlikte bu iki faiz oranı arasındaki fark olarak da adlandırabileceğimiz vade primi değişkenleri kullanılmıştır. 10-yıl vadeli ABD tahvil getirisi ve vade primi değişkenleri ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü olması gelişmekte olan ülkelerdeki faiz artışlarının küresel likiditeyi azaltarak Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların aldıkları sendikasyon kredilerine olan arzı düşüreceği ve bankaların daha yüksek oranlardan borçlanmak zorunda kalacağı beklentisini desteklemektedir. Kısa vadeli ABD faiz oranlarının tümü (1-yıl vadeli ABD tahvil getirisi, 3-ay vadeli ABD hazine bonusu getirisi, 3-ay vadeli ABD Doları LIBOR oranı) ile *spread* arasındaki ilişkinin ise istatistiksel olarak anlamlı ancak ters yönlü olduğu belirlenmiştir. Her üç değişkende görülen negatif katsayı, küresel likiditedeki azalmanın Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından 2003-2012 yılları arasında alınan sendikasyon kredilerinin değişken faizi olan LIBOR oranının yükselmesine sebep olması ile açıklanabilir. Sendikasyon kredilerinde toplam maliyetin LIBOR oranı ve üzerine eklenen *spread* oranının toplamından oluştuğu dikkate alınırsa bankaların artan LIBOR oranları karşısında *spreadi* düşürerek toplam maliyetlerini kontrol altında tutmaya çalıştıkları görülmektedir. Araştırmada kullanılan likidite değişkenleri ile LIBOR arasındaki

ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı; LIBOR oranını belirleyen faktörlerin neler olduğu soruları araştırma konusu dışındadır ve farklı bir çalışmayı gerektirmektedir. Küresel volatilité ölçüsü olarak kullanılan VIX endeksindeki bir standart sapmalık artış bankaların aldığı sendikasyon kredilerinde *spread*in 5 ila 6 baz puan arasında yükselmesine neden olmaktadır. Bu sonuç küresel volatilitédeki artışın yüksek belirsizlik ve risk gibi nedenlerle borçlanma maliyetlerini yükseltmesi beklentisini karşılamaktadır. Kredi piyasalarındaki risk algısının ise Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerindeki *spread*i belirlemede etkili bir faktör olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu amaçla analizlerde kullanılan TED Spread ve LIBOR-OIS Spread oranlarının her ikisi de istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Gelişmekte olan piyasalar riskini ölçmekte kullanılan EMBIGDV Sovereign Spread değişkenindeki bir standart sapmalık artış *spread*in 7,4 ila 10,25 baz puan aralığında artmasına neden olmaktadır. Bu sonuç gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısındaki artışın Türk sendikasyon piyasasına da yansıdığını ve Türk bankalarının sendikasyon kredisi maliyetlerinin yükselmesine yol açtığını göstermektedir. Kriz dönemi için oluşturulan kukla değişkeninin bazı eşitliklerde *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bazı eşitliklerde ise anlamsız olduğu, anlamlılık seviyesinin de eşitlikten eşitliğe değiştiği görülmüştür. Elde edilen sonuçların tutarlı olmaması nedeniyle yaşanan küresel ekonomik krizin *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olduğu söylenememektedir.

Uluslararası bankacılık ürünü olan sendikasyon kredilerinin fiyatlanmasında borçlunun faaliyet gösterdiği ülkedeki makroekonomik koşulların da belirleyici bir rol oynaması beklenmelidir. Araştırma dönemi içerisinde alınan sendikasyon kredilerinin *spread*inin belirlenmesinde Türkiye ekonomisine dair göstergelerin ne ölçüde etkili olduklarını belirleyebilmek amacıyla kullanılan makroekonomik değişkenler, ekonomik faaliyetler, borçluluk, dış ticaret, uluslararası rezervler, yabancı para mevduat maliyeti, ülke riski ve beklentiler olmak üzere yedi alt grupta incelenmiştir.

Türkiye’deki ekonomik faaliyetlerin göstergesi olarak iki değişkene yer verilmiştir. Bunlardan ilki olan yıllık reel büyüme oranındaki bir standart sapmalık artışın bankaların aldığı sendikasyon kredilerindeki *spread*i 9-12 baz puan aralığında

düşürdüğü görülmektedir. Ekonomik faaliyetlerin *spread* üzerindeki etkisini belirleyebilmek amacıyla kullanılan ikinci değişken olan OECD CLI'nin da *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı ve negatif katsayılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar artan ekonomik faaliyetler ve büyümenin ülkelerin zenginleşmeleri ile birlikte borç geri ödeme kapasitelerini de arttırarak kredi oranları üzerinde düşürücü bir etki yarattığını göstermektedir.

Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredileri çoğunlukla dış ticaretin finansmanı amacı ile kullanılmaktadır. Dolayısı ile Türkiye'nin dış ticaret performansı ile Türk bankalarının sendikasyon kredisi talebi arasında doğrudan bir ilişki beklenmelidir. Türkiye ekonomisinin yapısal bir risk unsuru olarak görülen dış ticaret ve cari açığı iyileşmelerin Türk bankalarına sendikasyon yolu ile borç verenler tarafından olumlu puanlanmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde ihracatın ithalatı karşılama oranındaki bir standart sapmalık artış kredi maliyetlerini 6,5-9 baz puan aralığında arttırmaktadır. İlişki katsayısının pozitif olması, Dış Ticaret Açığı/GSYH ve Cari Açık/GSYH değişkenlerinde olduğu gibi ihracattaki artışın sendikasyon kredilerine olan talebi arttırarak *spread*in yükselmesine yol açması ile açıklanabilir. Dış ticaret hadleri ve reel efektif döviz kurunun ise *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'nin kısa vadeli dış borcunun gayrisafi milli hasılasına oranındaki bir standart sapmalık artış Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların aldıkları sendikasyon kredilerinde *spread*in 8-13 baz puan aralığında yükselmesine sebep olmaktadır. Benzer şekilde Türkiye'nin dış borçluluk göstergeleri olarak kullanılan Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç ve Toplam Dış Borç/ GSYH değişkenlerinin de *spread*deki değişiklikleri açıklamada %1 seviyesinde anlamlı oldukları görülmektedir. Her üç değişken katsayısının beklendiği gibi pozitif işaretli olması, borç verenlerin Türkiye'nin dış borçluluk oranındaki artışı sendikasyon kredisi alan bankalar için de önemli bir risk unsuru olarak gördüklerini ve bunu sendikasyon kredisi fiyatlarına yüksek *spread* olarak yansıttıklarını göstermektedir.

Uluslararası rezerv ölçüsü olarak kullanılan değişkenlerin (Net Uluslararası Rezervler/Toplam Dış Borç, Net Uluslararası Rezervler/İthalat ve Net Uluslararası Rezervler/GSYH) *spread*deki değişiklikleri açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmaması araştırma dönemi içerisinde TCMB'nin sahip olduğu uluslararası rezervlerin Türk bankalarına verilen sendikasyon kredilerine katılan borç verenler tarafından belirleyici bir etken olarak değerlendirilmediğini göstermektedir.

İki yıl vadeli Türkiye CDS oranındaki bir standart sapmalık artışın Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinde *spreadi* 5-7 baz puan arttırdığı; beş ve on yıl vadeli Türkiye CDS oranlarının ise *spreadi* belirlemede etkili olmadıkları görülmüştür. Türkiye kredi piyasalarındaki risk seviyesini ölçmek amacıyla ABD verileri üzerinden hesaplanan TED Spread oranından yola çıkarak aynı formülle Türkiye için oluşturulan TED Spread oranının da *spreadi* belirlemede istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmadığı belirlenmiştir.

Makroekonomik beklentilerin *spread* üzerindeki etkilerini belirleyebilmek amacıyla büyüme, enflasyon, cari açık, devalüasyon, nominal ve reel faiz beklentileri kullanılmıştır. Türkiye ekonomisine dair büyüme beklentisindeki bir standart sapmalık artış *spreadin* 7-11 baz puan aralığında düşmesine yol açmaktadır. Elde edilen sonuç hem istatistiksel anlamlılık hem de ilişkinin yönü açısından analizlerde kullanılan reel büyüme ve OECD CLI değişkenlerinin sonuçları ile bire bir uyumaktadır. Cari açık oranı ve cari işlemler dengesi beklentilerinin de *spreadi* belirlemede etkili olan diğer beklenti değişkenleri olduğu görülmektedir. Her iki değişken ile *spread* arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Reel faiz beklentisindeki bir standart sapmalık artış sendikasyon kredisi maliyetlerinde 9-14 baz puan aralığında bir düşmeye yol açmaktadır. Reel faiz beklentisi ile *spread* arasındaki ters yönlü bu ilişkinin küresel değişkenler bölümünde ulaşılan kısa vadeli ABD faiz oranları ile *spread* arasındaki ilişkinin yönü ile aynı olması dikkat çekicidir. Reel faiz beklentisi ile LIBOR arasındaki korelasyon katsayısı +0,74, *spread* arasındaki korelasyon katsayısı -0,49 olarak hesaplanmıştır. Bu katsayılar reel faiz beklentisindeki artışın LIBOR'u arttırdığı; LIBOR ile *spread* arasındaki ters yönlü ilişki nedeni ile de *spreadin* düşmesine yol açtığına işaret etmekte ve

regresyon analizinden elde edilen sonuç ile uyuşmaktadır. Nominal faiz beklentisindeki bir standart sapmalık artışın sendikasyon kredisi maliyetlerini 4,5-9,5 baz puan aralığında aşağıya çekmesi, nominal faiz beklentisindeki artışın, reel faiz beklentisinde olduğu gibi, LIBOR'u arttırdığına, LIBOR ile *spread* arasındaki ters yönlü ilişki nedeni ile de *spread*'in düşmesine yol açtığına işaret etmektedir. ABD Doları ve Euro para birimlerine yönelik devalüasyon oranı beklentilerindeki bir standart sapmalık artış *spread*'i 4-6 baz puan aralığında düşürmektedir. Elde edilen sonuçlar, devalüasyon beklentilerinin *spread* üzerinde anlamlılık ve etkinin yönü açısından reel ve nominal faiz beklentileri ile benzer bir etkisi olduğunu göstermektedir. Enflasyon beklentisi ile *spread* arasındaki ilişkinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yabancı para mevduatın bankaya olan maliyetini ölçmede kullanılan bir yıl ve daha uzun vadeli Euro ve ABD Doları üzerinden açılan mevduatlar için hesaplanan sektörün ağırlıklı ortalama faiz oranlarının *spread*'i belirlemede herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Borçlu değişkenleri grubunda sendikasyon kredisi alan bankaların mali durumlarını farklı açılardan analizlere yansıtılmasını sağlayan finansal göstergelere ek olarak bankaların türü, sermaye yapıları, kredi notuna sahip olup olmadıkları, pay senetlerinin halka açıp olup olmadığı gibi kukla değişkenlere de yer verilmiştir. Etkisi araştırılan faktörlerden ilki bankanın bilanço büyüklüğüdür. Elde edilen sonuçlar büyük bankaların küçük bankalara göre daha düşük *spread*ler ile borçlanabildiklerini göstermektedir. Bilanço büyüklüğüne ek olarak, bankaların toplam bankacılık sektörü içerisindeki payları kullanılarak yapılan analizler de yüksek sektör paylarına sahip bankaların daha düşük *spread* ile borçlanabildiklerini ortaya koymaktadır. Bankaların sahip oldukları duran varlıkların *spread* üzerindeki etkisi incelendiğinde, duran varlıkların toplam bilanço içerisindeki payında bir standart sapmalık artışın, almış olduğu sendikasyon kredilerindeki *spread*'i 3-4 baz puan aralığında düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma dönemi içerisinde Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*leri üzerinde etkisi olan faktörlerden birinin de

likidite olduğu görölmektedir. Likidite değişkenlerinin tüm eşitliklerde tutarlı bir şekilde eksi işaretli olması likidite riski düşük olan bankaların daha düşük oranlardan borçlanabildiklerini göstermektedir. Likit Aktifler/Toplam Aktifler oranındaki bir standart sapmalık artış *spread*in 3,5-4,5 baz puan aralığında düşmesine yol açmaktadır. Sendikasyon kredisi alan bankanın karlılığı ile *spread* arasındaki ilişki aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı üzerinden incelenmiş ve her iki değişken ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kaldıraç oranının da Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spread*i belirlemede etkili bir değişken olmadığı görölmektedir. Bu sonuç, borç verenlerin Türk bankalarının toplam varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklar ne kadarını ise özkaynaklar ile finanse ettiklerini dikkate almadıklarına işaret etmektedir. Bankaların sermaye yeterlilikleri ile *spread* arasındaki ilişki sermaye yeterliliği standart oranı kullanılarak incelenirken, elde edilen sonuçlar sermaye yeterlilik oranının, kaldıraç oranına benzer şekilde Türk bankaları tarafından alınan sendikasyon kredilerinde *spread*i açıklamada etkisi olmadığını göstermektedir. Bankanın aktif kalitesinin ve toplam pasifleri içerisinde ne kadarının yabancı para cinsinden olduğunun da *spread*i belirlemede istatistiksel olarak anlamlı değişkenler olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Sendikasyon kredisi alan bankanın bağımsız bir derecelendirme kurumu tarafından verilmiş bir kredi notuna sahip olup olmamasının veya pay senetlerinin Borsa İstanbul'da işlem görüp görmemesinin *spread*i belirlemede etkisi olmadığı görölmektedir. Bu sonuçlar, yapılan uzman görüşmelerinde elde edilen Türkiye sendikasyon kredisi piyasasındaki işlemlerin daha çok geçmişten gelen ilişkiler yoluyla gerçekleştiği bilgisini desteklemektedir. Borç verenlerin geçmişten gelecek tekrar eden ilişkiler yoluyla borçlu hakkında ihtiyaç duydukları bilgilere birinci elden sahip olmaları nedeniyle bağımsız değerlendirme kuruluşlarının sağladığı sertifikasyon etkisinin ortadan kalktığı görölmektedir. Kredi notuna sahip bankalar tarafından alınan krediler incelendiğinde de kredi notunun *spread* üzerinde belirleyici olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Analizlerde banka türlerinin *spread* üzerindeki etkisini belirlemede üç kukla değişken kullanılmıştır. Yatırım bankaları için kullanılan kukla değişkeni sınırlı sayıdaki bazı eşitliklerde %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı iken diğer eşitliklerde

anlamli bulunmamıştır. Elde edilen farklı sonuçlar bu değişken ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamli bir ilişki olduğu sonucuna varılmasını engellemektedir. İslami bankacılık prensiplerine göre faaliyet gösteren katılım bankaları için kullanılan kukla değişkenin tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Araştırma dönemi içerisinde Türkiye’deki katılım bankalarının aldıkları sendikasyon (murabaha sendikasyonu) kredilerinde diğer bankalara kıyasla 67-68 baz puan daha yüksek *spread* ödedikleri belirlenmiştir. Borçlunun bir devlet bankası olmasının almış olduğu sendikasyon kredisinin *spreadi* üzerinde herhangi bir belirleyici etkisi olmadığı görölmektedir.

Spread üzerinde banka etkisinin belirlenebilmesi amacıyla kredi alan her banka için bir kukla değişkeni oluşturulmuş ve üç farklı analiz gerçekleştirilmiştir. İlk analizde banka kukla değişkenleri bilanço değişkenleri ile birlikte kullanılmış ve hemen hemen tüm kukla değişkenlerinin *spreadi* belirlemede %1 seviyesinde anlamli oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bankaların mali durumlarını yansıtan bilanço değişkenleri ile birlikte banka kukla değişkenlerinin de ayrıca anlamli olması *spread* üzerindeki banka etkisinin önemine işaret etmektedir. Aynı analiz vadesi bir yıl olan krediler için tekrarlanmış ve benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Üçüncü analizde ise bilanço değişkenleri kullanılmamış, eşitliğe kontrol değişkenlerine ek olarak sadece banka kukla değişkenleri dâhil edilmiştir. Bilanço değişkenleri analiz dışında tutulduğunda, kontrol edilen diğer grup değişkenlerinin sonuçlarında değişiklik olmadığı, banka kukla değişkenleri sonuçlarının önceki analizlerde elde edilen sonuçları desteklediği görölmüştür. Banka kukla değişkenleri kullanılarak gerçekleştirilen analizler, araştırma dönemi içerisinde Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spreadleri* üzerinde banka etkisinin belirleyici olduğunu göstermektedir.

Sözleşme değişkenleri grubunda kredinin vadesi, tutarı, para birimi ve hangi amaçla kullanıldığının *spread* üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Vade değişkeninin yer aldığı tüm eşitliklerde %1 seviyesinde anlamli ve *spread* ile pozitif ilişkili olduğu görülürken, kredi tutarı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamli bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kullanılan veri setinde kredinin kullanım amacı dış ticaretin finansmanı amaçlı ve dış ticaretin finansmanı amaçlı olmayan olmak üzere

iki gruba ayrılmıştır. Sonuçlar, sendikasyon kredilerinin hangi amaçla alındığının *spread* üzerinde bir etkisi olmadığını göstermektedir. Benzer şekilde kredinin ABD Doları veya Euro cinsinden alınmasının da *spread* üzerinde belirleyici bir etkisi olmadığı ortaya konmuştur.

Analizlerde kullanılan veri setindeki on üç kredi için katılımcı bankaların kimler olduğu ve hangi tutarlarda sendikasyona katıldıkları bilgilerine ulaşılamamasından ötürü sendikasyon grubuna ait değişkenler incelenirken iki farklı çalışma yapılmıştır. İlk çalışmada tüm krediler için ulaşılabilen tek ortak değişken olan gruptaki borç veren sayısı ile *spread* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya konmuştur. İkinci çalışma ise verilerine eksiksiz olarak ulaşılan iki yüz doksan beş kredi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada sendikasyon grubunun büyüklüğüne ek olarak gruptaki yoğunlaşmanın etkisini belirleyebilmek için kullanılan HHI değişkeni ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Sendikasyon grubunda Türkiye’de faaliyet gösteren bir bankanın bulunup bulunmamasının ve kredinin ne kadarının Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından verildiğinin de *spread* üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Mevduat kabul etmeyen bankaların da dahil olduğu gruplar tarafından verilen krediler daha yüksek *spread*e sahipken, toplam kredi tutarı içerisinde mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından sağlanan tutardaki bir standart sapmalık artışın *spread*i 3-4 baz puan civarında arttırdığı belirlenmiştir.

Sendikasyon kredileri Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar için bir yabancı para fon kaynağıdır. Araştırma dönemi içindeki kredilerin tamamının ABD Doları ve Euro cinsinden alınması ve borç verenlerin çoğunlukla yabancı bankalar olması, sendikasyon kredilerini Türkiye’nin ekonomik büyümesinde vazgeçilmez bir kaynak olan yabancı sermaye girişine katkı sağlayan enstrümanlar olarak ön plana çıkarmaktadır. Türkiye’nin küresel piyasalarla bütünleşmesinin artarak devam etmesi küresel finansal koşullardaki değişimlerin Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinde *spread*i belirlemede etkili olduklarını göstermektedir. Analizlerden elde edilen sonuçlar çoğunlukla yabancı bankalardan oluşan borç verenlerin sendikasyon kredilerinin Türk bankacılık sektörü ve

Türkiye'nin toplam yurtdışı borçlanması içerisindeki payının oldukça sınırlı olmasına rağmen fiyatlamada Türkiye'nin içinde bulunduğu makroekonomik koşulları da dikkate aldıklarını göstermektedir. Sadece sendikasyon değil tüm kredi işlemlerinde olması beklendiği gibi borçluya ait özelliklerin de *spread* üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Kredi özelindeki sözleşme koşullarının ve sendikasyon grubunun yapısına dair değişkenlerin ise 2003-2012 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınmış olan sendikasyon kredilerinde *spreadi* belirleyici olmadıkları sonucuna varılmıştır.

Araştırma dönemi içerisinde Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin sınırlı sayıdaki lider düzenleyici tarafından oluşturulan gruplar tarafından verildiği görülmektedir. Bu durum bankaların sendikasyon kredilerinde daha önce birlikte çalıştıkları lider düzenleyiciler ile birlikte çalışmayı tercih ettiklerini ve tekrarlayan iş ilişkilerinin ön plana çıktığını göstermektedir. Türkiye sendikasyon piyasasının, işlemlerin ikili ilişkiler yoluyla gerçekleştirildiği değil daha sağlam temeller üzerine kurulu, katılımcı profilinin zenginleştiği, derinlikli bir piyasaya dönüşümü sağlanmalıdır.

Kredilerin vadelerine bakıldığında ise bankaların bir yıl vadeli sendikasyon kredileri almayı tercih ettikleri, vade sonlarında değişen ekonomik koşullar ve ihtiyaçlar çerçevesinde kredileri farklı oranlarda yeniledikleri görülmektedir. Bu uygulama Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların sendikasyon kredilerini gelişmiş ülke piyasalarından farklı olarak kısa vadeli bir yabancı para fon kaynağı olarak değerlendirdiklerini göstermekte ve Türkiye sendikasyon kredisi piyasasının gelişimindeki önemli engellerden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Sendikasyon kredilerinin alternatif kısa vadeli yabancı para fon kaynaklarına kıyasla çok daha uzun bir hazırlık süreci gerektiren ve işlem maliyeti yüksek bir seçenek olması, bu kredilere olan talebi sınırlamaktadır. Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar küresel piyasalardaki uygulamalara benzer şekilde daha uzun vadeli sendikasyon kredileri almaya teşvik edilmelidir. Vade ve tutarların artmasıyla, sendikasyon kredileri küresel piyasalarda olduğu gibi uzun dönemli büyük yatırım projelerinin finansmanını sağlamak amacıyla kullanılmalıdır. Bu yönde yapılacak düzenlemeler ile sendikasyon kredilerinin sayı ve tutarları artırılmalı, Türkiye'ye uzun vadeli

yabancı para fon girişı sağlayan enstrümanlar olarak Türk bankacılık sistemi içerisinde daha büyük ve önemli bir yere sahip olmaları sağlanmalıdır. Türk bankalarının daha uzun vadeli ve daha yüksek tutarlı sendikasyon kredileri elde etmeleri Türk bankacılık sisteminin yapısal sorunlarından biri olan krediler ve mevduat arasındaki vade uyumsuzluğunun çözümüne de katkı sağlayacaktır.

Türkiye sendikasyon kredisi piyasasına yönelik akademik çalışmaların gerek nicelik gerekse nitelik olarak artırılabilmesi için TCMB ve BDDK gibi kamu kurumları tarafından üretilen ve yayınlanan verilerin içeriğinin zenginleştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmalıdır. Bu düzenlemelere örnek olarak kredilerin hangi amaçla alındığına dair daha fazla sınıflandırmanın yapılması ve sendikasyon grubunda yer alan borç verenler arasında hangilerinin lider düzenleyici olarak görev aldıklarının belirtilmesi gösterilebilir. Sendikasyon kredisi işlemlerinde LIBOR ve *spread* ek olarak maliyet açısından önemli yer tutan bir başka unsur da borç verenler tarafından tahsil edilen ücret ve komisyonlardır. Düşük bir *spread* sahip gibi görünen bir sendikasyon kredisinin borç verene maliyeti farklı başlıklar altında tahsil edilen ücret ve komisyonlar da eklendiğinde çok daha yüksek olabilmektedir. Bu nedenle, söz konusu ücret ve komisyonlara dair verilerin yayınlanması uluslararası literatürdeki çalışmalarda olduğu gibi sendikasyon kredisinin borç verene toplam maliyeti üzerinden analizler yapılmasına imkân sağlayacaktır. Türkiye’de finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren büyük işletmeler de ihtiyaç duyduklarında düzenleyici bankalar ile irtibata geçerek doğrudan sendikasyon kredileri alabilmektedirler. Bu işletmeler tarafından alınan kredilere ait verilerin de bankalar tarafından alınanlarla birlikte yayınlanması akademisyenler tarafından Türk sendikasyon piyasasının daha kapsamlı ve bütüncül bir şekilde incelenebilmesine imkân sağlayacaktır. Türkiye sendikasyon kredisi piyasasına yönelik daha fazla veri üretilmesi amacıyla yapılacak düzenlemeler, borçluların niçin sendikasyon kredilerini tercih ettikleri, sendikasyon grubunun yapısını belirleyen etkenlerin neler olduğu, lider bankaların sahip oldukları itibar ve krediye katılım oranlarının kredi fiyatlamaındaki etkileri, borçlunun hangi sektörde faaliyet gösterdiğinin sözleşme koşulları üzerinde ne kadar belirleyici olduğu gibi veri yetersizliği nedeniyle henüz yeterince çalışmanın yapılmadığı yeni araştırma alanlarında yapılacak çalışmaların

artmasını ve uluslararası literatürde yapılan araştırmalar ile karşılaştırılabilir, yüksek nitelikli akademik çalışmalar yapılmasını sağlayacaktır.

Avrupa Birliği'nin içinde bulunduğu ekonomik kriz, Ortadoğu ülkeleri ve Rusya'da yaşanan siyasi gelişmeler ve özellikle petrol fiyatları sonucu ortaya çıkan ekonomik dalgalanmalar gibi Türkiye'nin önde gelen ihracat pazarlarında yaşanan gelişmelerin Türk firmalarının ihracat performansını ve kredi taleplerini etkilemesi kaçınılmazdır. Araştırma dönemi içerisinde alınan sendikasyon kredilerinin %88'inin ihracatın finansmanı amacıyla kullanıldığı göz önüne alındığında, bu gelişmelerin bankaların sendikasyon kredilerine olan talebi üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi ileride yapılacak çalışmalarda değerlendirilmesi gereken hususlardan biri olacaktır. Ayrıca, sektörlere yönelik hibe, kredi desteği, vergi muafiyetleri vb. teşviklerin verilmesi ya da mevcut olanların sonlandırılması gibi devlet politikalarının sektörlerin ihracat performanslarını, dolayısıyla bu sektörlerin sendikasyon kredilerine olan taleplerini etkileyecektir. Bundan sonra gerçekleştirilecek çalışmalarda bu tür makroekonomik politika değişikliklerinin *spread* üzerindeki etkileri araştırılabilir.

Araştırmada elde edilen sonuçlardan biri de Türkiye'de faaliyet gösteren katılım bankaları tarafından alınan kredilerin diğer tüm değişkenlerin etkisi kontrol edildiğinde diğer bankalara kıyasla daha yüksek *spread*lere sahip olmalarıdır. Katılım bankalarının aldıkları murabaha sendikasyonlarının İslami bankacılık prensiplerine göre düzenleniyor olması bu kredileri diğerlerinden ayıran önemli bir özelliktir. Borç veren bankaların da İslami bankacılık prensiplerine göre çalışan bankalar olması, bu alanda faaliyet gösteren banka sayısının ve fon miktarının sınırlı olması, kredi sözleşmelerinin İslami bankacılık kurallarına göre düzenleniyor olması gibi kısıtların murabaha sendikasyonlarının *spread*leri üzerinde etkileyici olmaları beklenmelidir. Türkiye'de faaliyet gösteren katılım bankalarının niçin daha yüksek oranlardan borçlandıkları ve katlandıkları yüksek maliyete rağmen niçin sendikasyon kredisi almaya devam ettikleri üzerinde çalışılması gereken yeni araştırma soruları olarak karşımıza çıkmaktadır.

LIBOR ile *spread* arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü olduğu belirlenmiş ancak bazı küresel değişkenlerin *spreadi* belirlemede anlamlı olmadığı ortaya konmuştur. Bu değişkenlerin LIBOR üzerindeki muhtemel etkilerinin belirlenmesi ve bu etkinin *spread* üzerine nasıl yansıdığı analiz edilmesinin yeni bir araştırma konusu olarak ele alınabileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte 2012 yılında ortaya çıkan ve kamuoyunda LIBOR skandalı olarak adlandırılan gelişmenin 2007 yılına kadar uzandığı, New York ve Londra merkezli yirmiden fazla bankanın aralarında anlaşarak çıkarları doğrultusunda LIBOR oranlarını manipüle ettikleri bilinmektedir. LIBOR skandalının ilgili dönemde Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından alınan sendikasyon kredilerinin *spreadleri* üzerindeki olası etkilerinin araştırılması da bu çalışmanın sonuçlarını zenginleştirecektir.

KAYNAKÇA

- Adıyaman, A.T. 2006. "Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri", *Sayıştay Dergisi* 62: 21-45.
- Ağca, Ş., ve Celasun O. 2012. "Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets" *Journal of International Economics* 88(2012): 198–208.
- Alper, C.E. 2006. "U.S. Monetary Policy Surprises and Emerging Markets Sovereign Spreads" Erişim Tarihi: Ekim 2015 AEA 2007 Annual Meeting Papers, Chicago, USA, January, 5-7 2007.
- Altman, E.I. ve Suggitt, H.J. 2000. "Default rates in the syndicated bank loan market: A mortality analysis" *Journal of Banking & Finance* 24 (2000): 229-253.
- Altunbaş, Y., ve Gadanecz, B. 2004. "Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits." *Journal of Develeopment Studies*, 40(5): 143-173.
- Altunbaş, Y., Kara, A., ve Marqués-Ibáñez, D. 2010. "Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds." *The European Journal of Finance* 16(5): 437-458.
- Angbazo, L.A., Mei, J., ve Saunders, A. 1998. "Credit spreads in the market for highly leveraged transaction loans" *Journal of Banking & Finance* 22 (1998): 1249-1282.
- Apak, S. 1995. *Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi
- Armstrong, J. 2003. "The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context." *Bank of Canada Working Paper* No: 2003-15.

- Barbosa, L. ve Ribeiro N. 2007. "Determinants of Spreads in Syndicated Loans to Euro Area Corporates" *Banco de Portugal Economic Bulletin*: 65-78
- Başar, M. 1996. *Uluslararası Piyasalardan Fon Sağlamada Sendikasyon Kredilerinin Önemi ve Türkiye’de Faaliyet Gösteren Bankalara İlişkin Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara: T.C. Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- BDDK. 2012. *Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2012, Sayı:28*. Erişim tarihi: Ekim 2015
https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/11902fpr_aralik2012_29032013bb.pdf
- Berker, H. N. 2002. *Sendikasyon Kredisi Sözleşmelerinde Uygulanacak Hukuk*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara: T.C. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Bernoth, K., ve Erdoğan, B. 2012. "Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach" *Journal of International Money and Finance* 31: 639–656.
- Bharath, S.T., Dahiya S., Saunders A., ve Srinivasan, A. 2011. "Lending Relationships and Loan Contract Terms" *The Review of Financial Studies* 24 (4) : 1141-1203.
- Boehmer E., ve Megginson W.L. 1990. "Determinants of Secondary Market Prices for Developing Country Syndicated Loans" *The Journal of Finance* 45(5): 1517-1540.
- Boot, A. ve Thakor, A. 2000. "Can Relationship Banking Survive Competition?." *The Journal of Finance* 55(2): 679-713.
- Booth, J. R. 1992. "Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis" *Journal of Financial Economics* 31: 25-41.
- Bosch, O. 2006. "Information Asymmetry and the Pricing of Private Debt – Evidence from European Syndicated Loans." EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper, Ljubljana, Slovenia, August, 22-25, 2007.

- Bosch, O. ve Steffen, S. 2011. "On syndicate composition, corporate structure and the certification effect of credit ratings." *Journal of Banking & Finance* 35 (2011): 290-299
- Boubakri, N., Cosset J-C., ve Smaoui, H. 2009. "Credible Privatization and Market Sentiment: Evidence from Emerging Bond Markets" *Journal of International Business Studies* 40(5): 840-858.
- Carey, M., ve Nini, G. 2007. "Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle" *Journal of Finance* 62(6): 2969–3007.
- Champagne, C., ve Coggins, F. 2012. "Common information asymmetry factors in syndicated loan structures" *Journal of Banking & Finance* 36 (2012): 1437–1451.
- Chowdry, B. 1991. "What is different about international lending?" *Review of Financial Studies* 4(1): 121-148.
- Christodoulakis, G.A., ve Olupeka, T. 2010. "Pricing and momentum of syndicated credit in Europe" *Omega* 38 (2010): 325–332.
- Codogno, L., Favero, C., ve Missale, A., 2003. "Yield spreads on EMU government bonds." *Economic Policy* 18: 503–532.
- Coleman, A.D.F., Esho, N., ve Sharpe, I.G. 2006. "Does bank monitoring influence loan contract terms?" *Journal of Financial Services Research* 30 (2): 177–198.
- Çetintaş, U. 2008. *Alternatif Fonlama Kaynağı Olarak Sendikasyon Kredileri ve Türk Bankacılık Sistemine Yönelik Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul: T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü
- Dennis, S. A. ve Mullineaux, D. J. 2000. "Syndicated Loans." *Journal of Financial Intermediation* 9: 404-426.
- Dennis, S.A, Nandy, D., ve Sharpe, I.G. 2000. "The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35: 87-110.

- Diamond D.W. 1991. "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk." *The Quarterly Journal of Economics* 106(3): 709-737.
- Do, V. ve Vu T. 2010. "The Effects of Reputation and Relationships on Lead Banks' Certification Roles" *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 20 (2010): 475-489.
- Dufour, M., ve Orhangazi, Ö. 2009. "The 2000-01 financial crisis in Turkey: a crisis for whom?" *Review of Political Economy* 21(1): 101-122.
- ECB. *Consolidated Banking Data*. Erişim Tarihi: Kasım 2015
<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/consolidated/html/index.en.html>
- Edwards, S. 1986. "The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets" *European Economic Review* 30(3): 565-589.
- Eichengreen, B., ve Mody A. 2000. "Lending booms, reserves and the sustainability of short-term debt: inferences from the pricing of syndicated bank loans" *Journal of Development Economics* 63 (2000): 5-44.
- Eichler, S. 2014. "The political determinants of sovereign bond yield spreads" *Journal of International Money and Finance* 46 (2014): 82-103.
- Esho, N., Lam, Y., ve Sharpe, I.G. 2001. "Choice of financing source in international debt Markets" *Journal of Financial Intermediation* 10: 276-305.
- Evgin, T. 2000. *Dünden Bugüne Dış Borçlarımız*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı
- Faria, A., Mauro, P., ve Zaklan, A. 2011. "The External Financing of Emerging Markets—Evidence from Two Waves of Financial Globalization" *Review of Finance* 15(1): 207-243.
- FDIC. *Statistics on Depository Institutions Report*. Erişim Tarihi: Kasım 2015
<https://www5.fdic.gov/SDI/main4.asp>
- Fight, A. 2004. *Syndicated Lending*. Oxford: Butterworth-Heinemann

- Flannery, M. 1986. "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice" *Journal of Finance* 41: 19-37.
- Focarelli, D., Pozzolo, A., ve Casolaro, L. 2008. "The pricing effect of certification on syndicated loans." *Journal of Monetary Economics* 55(2): 335–349.
- Fons, J.S. 1994. "Using default rates to model the term structure of credit risk" *Financial Analysts Journal* 50(5): 25–32.
- Francois, P. ve Missonier-Piera, F. 2005. "The Agency Structure of Loan Syndicates." *The Financial Review* 42(2): 227–245.
- Fungáčová, Z., Godlewski C.J., ve Weill, L. 2011. "Asymmetric Information and Loan Spreads in Russia Evidence from Syndicated Loans" *Eastern European Economics* 49(1): 13-29.
- Gadanecz, B. 2004. "The syndicated loan market: structure, development and implications." *BIS Quarterly Review* December: 75-89.
- Gadanecz, B., Kara A., ve Molyneux, P. 2012. "Assymetric Information Among Lending Syndicate Members and The Value of Repeat Lending" *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 22 (2012): 913-935.
- Gerlach, S., Schulz, A., ve Wolff, G. B. 2010. "Banking and sovereign risk in the euro area." *Deutsche Bundesbank, Research Centre Discussion Paper Series* No: 1
- Gersovitz, M. 1985. "Banks' International Lending Decisions: What we Know and Implications for Future Research" *International Debt and the Developing Countries* içinde der. Smith, G.W. ve Cuddington, J.T. Washington, DC: World Bank.
- Godlewski, C.J. 2008. "Duration of syndication process and syndicate organization" *EMFI Working Paper*, No: 2-2008
- Godlewski, C.J. ve Weill, L. 2008. "Syndicated Loans in Emerging Markets" *Emerging Markets Review* 9 (3): 209-216.

- Godlewski, C.J., Sanditov, B., ve Burger-Helmchen, T. 2012. "Bank Lending Networks, Experience, Reputation, and Borrowing Costs: Empirical Evidence from the French Syndicated Lending Market." *Journal of Business Finance & Accounting* 39(1)&(2): 113–140.
- Gomez-Puig, M. 2008. "Monetary integration and the cost of borrowing." *Journal of International Money and Finance* 27: 455–479.
- González-Rozada, M., ve Levy Yeyati, E. 2008. "Global Factors and Emerging Market Spreads" *The Economic Journal* 118(533): 1917-1936.
- Gopalan, R., Nanda, V., ve Yerramilli, V. 2007. "Lead Arranger Reputation and the Loan Syndication Market" EFA 2008 Athens Meetings Paper, Athens, Greece, August, 27-30 2008.
- Gottesman, A. ve Roberts, G.S. 2004. "Maturity and Loan Pricing" *Financial Review* 39: 55-77.
- Hallerberg, M., ve Wolff, G.B. 2008. "Fiscal institutions, fiscal policy and sovereign risk in EMU." *Public Choice* 136 (3–4): 379–396.
- Harjoto, M., Mullineaux, D.J., ve Yi, H. 2006. "A Comparison of Syndicated Loan Pricing at Investment and Commercial Banks" *Financial Management* 35(4): 49-70.
- Haselmann, R. ve Wachtel, P. 2011. "Foreign banks in syndicated loan markets" *Journal of Banking & Finance* 35 (2011) 2679–2689.
- Hitchings, R. 1994. "Syndicated Loans" *Banking World* July, 32.
- Houston J.F., Itzkowitz, J., ve Naranjo, A. 2007. "Borrowing Beyond Borders: The Geography and Pricing of Syndicated Bank Loans" Working Paper.
- Hubbard, R.G., Kuttner, K.N., ve Palia, D.N. 2002. "Are There Bank Effects in Borrowers' Costs of Funds? Evidence from a Matched Sample of Borrowers and Banks." *Journal of Business* 75(4): 559-581.

- Ivashina, V. 2009. "Asymmetric Information Effects on Loan Spreads." *Journal of Financial Economics* 92 (2009): 300–319.
- İmer-Ertunga, E. 2009. *Küresel Dalgalanmalar: Etkileri ve Yaygınlığı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara: T.C. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Jones, J.D., Lang, W., ve Nigro, P.J. 2005. "Agent Bank Behavior in Bank Loan Syndications" *Journal of Financial Research* 28: 385–402.
- Jostova, G. 2006. "Predictability in Emerging Sovereign Debt Markets" *The Journal of Business* 79(2): 527-565.
- Kamin, S.B., ve Kleist, K. 1999. "The evolution and determinants of emerging markets credit spreads in the 1990s." *Federal Reserve, International Finance Discussion Papers* No 653.
- Kashiwase, K., ve Kodres, L. E. 2005. "Emerging market spread compression: Is it real or is it liquidity?" *International Monetary Fund, Working Papers*, 1-36.
- Kim, M., Surroca J., ve Tribo J.A. 2014. "Impact of ethical behavior on syndicated loan rates" *Journal of Banking and Finance* 38 (2014): 122-144.
- Kleimeier, S., ve Megginson W.L. 2000. "Are project finance loans different from other syndicated credits?" *Journal of Applied Corporate Finance* 13(1): 75-87.
- Kunt, A.S., ve Taş, O. 2009. "Kredi temerrüt swapları ve Türkiye'nin CDS priminin tahmin edilmesine yönelik bir uygulama" *İTÜDERGİSİ/b* 5(1): 78-89.
- Lee, S.W., ve Mullineaux, D.J. 2004. "Monitoring, Financial Distress, and the Structure of Commercial Lending Syndicates" *Financial Management* 33(3): 107-130.
- Lee, S.W., Kwag, S-W., Mullineaux, D.J., ve Park, K. 2010. "Financial distress, information asymmetry, and syndicate structure: Evidence from Japanese borrowers" *Finance Research Letters* 7(2010): 119–126.

- Lim J., Minton, B.A., ve Weisbach, M.S. 2014. "Syndication Loan Spreads and The Composition of The Syndicate" *Journal of Financial Economics* 111(2014): 45-69.
- LSTA. *Syndicated Loan Market* Erişim Tarihi: Ekim 2015
http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/dfs submission/dfs submission_021711_535_0.pdf
- Madan, R., Sobhani, R., ve Horowitz, K. 1999. "The biggest secret of Wall Street." *Paine Webber Equity Research*.
- McCahery, J.A. ve Schwienbacher, A. 2010. "Bank Reputation in the Private Debt Market." *Journal of Corporate Finance* 16 (2010): 498-515.
- McDonald, R.P. 1982. *International Syndicated Loans*. London: Euromoney Publications
- Nandy, D.K. ve Shao, P. 2008. "Institutional Investment in Syndicated Loans." Erişim Tarihi: Ekim 2015 UBC Winter Finance Conference Paper, Whistler, British Columbia, March, 7-9 2008.
- Narayanan, R.P., Rangan K.P., ve Rangan N.K. 2004. "The role of syndicate structure in bank underwriting." *Journal of Financial Economic*, 72 (3): 555-580.
- Nigro, P.J., Jones, J.D., ve Aydoğdu, M. 2010. "Some Evidence On The Secondary Market Trading Of Syndicated Loans." *Journal of Business and Economics Research* 8(5): 33-49.
- Nini, G. 2004. "The Value of Financial Intermediaries: Empirical Evidence From Syndicated Loans to Emerging Market Borrowers", *Federal Reserve, International Finance Discussion Papers* No 820.
- NTVMSNBC. Erişim Tarihi: Ekim 2015,
<http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/238659.asp?cp1=1>
- Nyborg K.G.,ve Östberg, P. 2014. "Money and liquidity in financial markets" *Journal of Financial Economics* 112 (2014): 30-52.

- Orhangazi, Ö. 2002. "Turkey: Crisis of IMF-directed policies and possibility of alternatives" *Revista Venezolana de Analisis de Coyuntura* 8(2): 195-212.
- Panyagometh, K., ve Roberts, G. S. 2010. "Do Lead Banks Exploit Syndicate Participants? Evidence from Ex Post Risk" *Financial Management* 39 (1): 273-99.
- Papanikolaou, N.I., ve Wolff, C.C.P. (2014). The role of on- and off-balance-sheet leverage of banks in the late2000s crisis, *Journal of Financial Stability*, 14: 3-22.
- Parasız, M.İ., ve Yıldırım, K. 1994. *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama-Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, M.İ. 2004. *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları
- Pichler, P. ve Wilhelm, W. 2001. "A Theory of the Syndicate: Form Follows Function." *The Journal of Finance* 56(6): 2237-2264.
- Rhodes T. 1993. *Syndicated Lending Practice and Documentation*. London: Euromoney Publications
- Ross, D. 2010. "The "Dominant Bank Effect": How High Lender Reputation Affects The Information Content and Terms of Bank Loans." *Review of Financial Studies* 23(7): 2730-2756.
- Saunders, A. ve Steffen, S. 2011. "The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market." *Review of Financial Studies* 24 (12): 4091-4122.
- Semkow, B. W. 1984. "Syndicating and Rescheduling International Financial Transactions: A survey of the Legal Issues Encountered by Commercial Banks" *The International Lawyer* 18(4): 869-927.
- Simons, K. 1993. "Why Do Banks Syndicate Loans?" *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank Of Boston, January/February: 45-52.
- Sufi, A. 2007. "Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans." *The Journal of Finance* VOL. LXII, NO. 2: 629-668.

- Sufi, A. 2009. "The Real Effects of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings" *Review of Financial Studies* 22(4): 1659-1691.
- Sy, A.N.R. 2002. "Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: Reconciling market views with economic fundamentals." *Emerging Markets Review* 3(4): 380-408.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. Erişim Tarihi: Ekim 2015
<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=4Lohv1LHjN3NaGIBR3D5oA=-H7deC+LxBI8=&mid=1115&nm=1115>
- TCMB. 2012. *Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2012, Sayı:15*. Erişim tarihi: Ekim 2015
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2012/Sayi+15/>
- TCMB. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Terimler Sözlüğü*. Erişim tarihi: Ekim 2015 <http://sanalmuze.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm>.
- Thomson Reuters. 2012. *Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2012*. Erişim Tarihi: Ekim 2015
http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2012_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf.
- Thomson Reuters. 2013. *Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2013*. Erişim Tarihi: Ekim 2015
http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf.
- Thomson Reuters. 2014. *Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters Full Year 2014*. Erişim Tarihi: Ekim 2015
http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf.
- Türk Dil Kurumu. *Güncel Türkçe Sözlük*. Erişim Tarihi: Ekim 2015
http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5612b14c873234.12018392

- Uygur, E. 2001. “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”
www.tek.org.tr Erişim Tarihi: Eylül 2015
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>
- Wittenberg-Moerman, R. 2008. “The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: Evidence from the secondary loan market.” *Journal of Accounting and Economics* 46(2): 240-260.
- Yago, G. ve McCarthy, D. 2004. “The U.S. Leveraged Loan Market: A Primer”
Milken Institute.
- Yalvaç, F. 1994. *Bankacılık Terimleri Sözlüğü*, Ankara: Star Ajans
- Yıldırım, U. 2005. *Türkiye’de Sendikasyon Kredileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: T.C. Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Yi, H. ve Mullineaux, D.J. 2006. “The Informational Role of Bank Loan Ratings”
Journal of Financial Research 29(4): 481-501.