İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

ULUSLARARASI FİNANSMAN, TAHVİL PİYASALARI, KREDİ DEĞERLİLİĞİ (RAITING) VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Araş. Gör. Harun BAL(*)

1- GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) dış finansman kaynakları, geleneksel ve alternatif finansmanlardan oluşur. Geleneksel finansmanlar; uluslararası çok taraflı mali kurumlar finansmanları, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken, alternatif finansmanlar, tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içeriğine almaktadır.

Dış finansmanda kriz yılları olarak da bilinen 1980'li yıllar boyunca, GOÜ'lerin hızla azalan kredibilitelerine paralel olarak, alternatif finansmanların tüm şekillerinden geniş bir ölçekte mahrum kaldıkları ve uluslararası ticari banka kredileri harici geleneksel finansmanlarla dış finansman açıklarını kapatmaya çalıştıkları görülmektedir.

Bununla birlikte 1980'li yılların sonları ve 1990'lı yıllar boyunca GOÜ'lere yönelik alternatif finansmanların hızlı artışı sözkonusudur. 1990'lı yıllarda birçok GOÜ'de tüm dış finansman kaynakları içerisinde alternatif finansmanların payının %40'ı aşması bunun tipik bir göstergesidir. (**Claessens, 1993, s.92**). Bir alternatif finansman kaynağı olarak tahvil ihraçları bu gelişmeden en çok pay alan finansman türüdür.

Diğer yandan, alternatif dış finansmanlara yönelen GOÜ'ler için Rating notları, ve ilgili kavram ve ku-

(*) Çukurova Üniversitesi İİBF Araştırma Görevlisi

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

ruluş adlarının hızla önem kazandığı görülmektedir. Bunun ardında yatan en önemli neden, alternatif finansmanlarla kredi değerliliği analizlerinin birbirleri ile çok yakın ilişki içinde olmasıdır.

Ülkemiz de diğer birçok GOÜ gibi, özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren olmak üzere alternatif dış finansmanlara doğru yönelmiştir. Dolayısıyla ülkemiz tıpkı diğer GOÜ'ler gibi bu yönelişin olumlu olumsuz tüm sonuçları ile karşı karşıya kalabilmek durumundadır.

Bu çalışmada, yaşanan sürecin GOÜ'ler açısından inceleme ve analizi yapılmaya çalışılacak ve uluslararası finansmanın yeni boyutları, Rating ajansları ve derecelemenin önemi, Meksika tecrübesi ve uluslararası sermaye piyasaları ile uluslararası finansman-GOÜ'ler arası ilişkilerin yeni boyutlarını açıklamaya yönelik görüş grupları mukayeseli olarak analiz edilecektir. Aynı zamanda bu analiz ülkemiz ile de ilişkilendirmeye çalışılacaktır.

2- ULUSLARARASI FİNANSMAN VE YENİ BOYUTLAR

Liberalizm içerikli ekonomik politikaların hemen hemen tek bir dalga halinde tüm dünyamızı sarmaya başladığı 1980'li yıllardan günümüze yoğun bir değişim yaşanmaktadır. Hemen tüm ülkeler ekonomilerini serbest piyasa ekonomisi enstrümanlarını harekete geçirecek tarzda yeniden yapılandırma arayışları içerisindedirler. **Bu önemli değişimin bir halkası kendisini uluslararası finansmanda göstermiştir.**

Finansal sistemlerin liberalizasyonu, sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaların azaltılması yada kaldırılmasına yönelik çabalar, çoğu ekonomilerin uğraş alanı halindedir. Özellikle 1980'li yıllarda başlamak üzere Uluslararası Finansal Piyasalar (UFP)'dan yapılan finansmanların hızla artışı sözkonusudur. Bunun en önemli nedenleri ise şunlardır **(Akyüz, 1993, s. 12)**;

1- Uluslararası finansal piyasalarda, piyasa katılımcılarına ilişkin düzenlemelerde liberalleşme (örneğin Japon piyasalarından yabancıların borçlanmalarına 1980'lerin ortalarından itibaren izin verilmesi ya da çeşitli piyasalarda yatırımcıları sağlanan kolaylıklar gibi),

2- Uluslararasılaşmayı engelleyen vergi ve benzeri düzenlemelerin önemli ölçülerde ortadan kaldırılması (örneğin ABD, İngiltere, Fransa ve Almanya'da yerleşik olmayanlara ödenen faizlere uygulanan stopajın kaldırılması gibi),

3- Yeni finansman araçların hızla gelişmesi,

4- Kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve portföy çeşitlendirmesinin giderek artan bir şekilde önem kazanması,

5- Enformasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler,

6- Finansman ihtiyaçlarının büyümesi ve ulusal piyasaların yetersiz gelmeye başlaması.

Aşağıdaki tablolar uluslararası finansal piyasalardan finansmanları ve bunların çeşitleri ile dağılımını göstermektedir.

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

TABLO 1: UFP'DAN FİNANSMAN VE ÜLKE GRUPLARININ PAYLARI (MİLYAR DOLAR)

	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%
Tahviller	227.1	50.08	255.7	54.81	229.9	52.86	297.6	56.7	333.7	54.73	170.3	66.4
H.Senetleri	7.7	1.7	8.1	1.74	7.3	1.68	23.4	4.46	23.5	3.85	6.0	2.3
Sendikasyon Kred.	125.5	27.67	121.1	25.96	124.5	28.63	116.0	22.1	117.9	19.34	31.2	12.1
Para Piyasası Araç	76.6	16.89	73.2	15.69	66.2	15.22	80.2	15.28	127.9	20.98	47.5	18.5
Diğer	16.6	3.66	8.4	1.8	7	1.61	7.3	1.46	6.7	1.1	1.3	0.5
TOPLAM	453.5	100	466.5	100	434.9	100	524.9	100	609.7	100	256.3	100
OECD ÜLKELERİ	413.8	91.2	426.5	91.4	304.4	88.4	457.9	87.2	535.7	87.8	228.8	89.2
GOÜ'LER	22.5	5.0	21.8	4.7	28.6	6.6	46.2	8.8	47.3	7.7	15.1	5.8
ORTA VE DOĞU AVR	4.6	1.0	4.7	1.0	4.6	1.1	1.8	0.3	1.5	0.2	2.1	0.8
DİĞER	12.6	2.8	13.5	2.9	17.3	3.9	19.0	3.7	25.2	4.1	10.3	4.0
TOPLAM	453.5	100	466.5	100	434.9	100	524.9	100	609.7	100	256.3	100
GOÜ'LER	22.5	100	21.8	100	28.6	100	46.2	100	47.3	100	15.1	100
TAHVİLLER	4.2	18.6	2.6	11.9	4.5	15.7	8.3	17.9	14.0	29.3	8.2	54.3
H.SENETLERİ	0.3	1.3	0.1	0.4	1.0	3.4	5.0	10.8	7.2	15.2	0.3	2.0
Sendikasyon Kred.	15.5	68.8	16.2	74.3	19.8	69.2	26.7	57.7	16.5	34.8	5.8	38.4
Para Piyasası Araç.	1.2	5.3	2.0	9.1	1.2	4.1	1.7	3.6	7.9	16.7	0.5	3.3
Diğer	1.3	5.7	0.9	4.1	2.1	7.3	4.8	9.7	1.7	3.6	0.3	2.0

Kaynak : Budarahan Gooptu, 1993, s.71'den derlenmiştir. (1993 yılı, Ocak - Nisan Dönemi itibariyledir.

Tablo 1'den görülebileceği üzere;

- UFP'den sağlanan finansmanların en büyük kısmı tahviller ile para piyasası araçları olarak belirtilen finansman bonoları ve orta vadeli senetler toplamından (medium term notes) oluşmaktadır. Aynı zamanda bu kalemler giderek önemlerini artırmaktadırlar.

- UFP'den yapılan finansmanların çok büyük çoğunluğu genellikle sanayileşmiş ülkeler olarak belirtebileceğimiz OECD ülkelerine yöneliktir. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olarak belirtebileceğimiz eski merkezi planlı ekonomilerin yeri çok sınırlı iken özellikle son yıllarda olmak üzere GOÜ'lerin paylarında ciddi artışlar sözkonusudur. Nitekim GOÜ'lerin tahvil ve benzeri borçlanma enstrümanları ihraçları ile elde ettikleri finansmanlar 1989 yılında 4.1 milyar $'dan 1992 yılında 19.1 milyar $'a ulaşmıştır. Tablo 2'den görüleceği üzere dört yıllık bir dönemde

TABLO 2: GOÜ'LERE BRÜT PORTFÖY YATIRIM AKIŞLARI (MİLYAR DOLAR)

	1989	1990	1991	1992	89-92
Portföy özsermaye Yatırımları	3.5	3.8	7.6	8.2	23.0
-Ülke Fonları	2.2	2.9	1.2	0.6	6.9
-Depo Edilen Menkul Kıymet Serti.	0	0.1	4.9	5.6	10.7
-Doğrudan Özsermaye Yatırımları	1.3	0.8	1.5	1.9	5.4
Tahvil Finansman Bonosu ve Mevduat Sertifikası İhraçları	4.1	5.6	12.7	19.1	41.5
TOPLAM	7.6	9.3	20.3	27.3	64.5

KAYNAK: Masood Ahmed ve S.Gooptu, 1993, s.12.

GOÜ'lere yönelik 41.5 milyar $'lık finansman imkanı bu kanaldan sağlanmıştır.

3- TAHVİL FİNANSMANI, KREDİ DEĞERLİLİĞİ (RATING) VE GOÜ'LER

Tahvil ihracı ile sağlanan finansman uluslararası tahvil (Euro Bond) ve yabancı tahvil (Foreing Bond) ihracıyla gerçekleştirilir. Ancak yabancı tahvillerde aracılık yüklemini (underwriting) ihracın yapıldığı ülke firmalarından oluşan bir konsorsiyum tarafından gerçekleştirilirken uluslararası tahvillerde sözkonusu konsorsiyum uluslararası bir yapı arz eder. Diğer yandan yabancı tahvillerin ihracı, ihracın yapılacağı ülke yasalarına göre yapılırken, uluslararası tahvillerin ihracı hiç bir ülkenin yasalarına tabi değildir. Ayrıca yabancı tahvillerin kupon oranları ihraç edildikleri ülkenin ulusal ihraçlarının kupon oranlarına yakınken (genellikle çok az üzerinde), uluslararası tahvillerin kupon oranları aşağı veya yukarı büyük farklılıklar gösterebilir **(Akyüz, 1993, s.13)**.

Tahvil ihraçları genellikle güçlü kabul edilen para birimleri ya da sepet paralar üzerinden yapılır. Benzer şekilde tahviller sabit veya değişken faizli olabilmektedir. Tahvil ihraçları ihracı koordine eden ilgili mali kurumlara bir komisyon ödenmesini gerekli kılar. Bunun yanında önemli bir diğer maliyet unsuru olan risk primi (spread) sözkonusudur. Bu oran ilgili borçlanıcıların durumuna göre artıp azalma göstermekte ve aynı zamanda finansman talep eden ilgili borçlanıcıların piyasalara girip girememesini de belirleyici bir unsur olmaktadır.

Tahvil ihraçları ve risk primi ile ilgili son derece önemli bir kavram, kredi değerliliğinin tespiti **(Rating)** analizleridir. Rating'e duyulan ihtiyaç küreselleşen dünya ekonomisinde daha da önem kazanmaktadır. **Rating, açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, bir boçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riskin bulunmasına ilişkin bir çalışmadır (Karaöz, 1990, s.29).**

Bir analiz olarak Rating işlemi sermaye piyasaları ile ilgili olarak çeşitli fonksiyonlar görmektedir. Bunları şöyle sıralayabiliriz;

- Menkul kıymetlerin alınıp satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi bakımından kolay ve çabuk bir referanstır.

- Muhtelif borçluların ve/veya bunların ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortak bir kritere oturtulması ile riskin tespitinde belirli bir standardizasyon sağlar.

- Menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi bakımından önemli bir göstergedir.

- Borçlular ve bunların ihraç et-

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

tiği menkul kıymetler bakımından mukayeseli bir çalışma yapmak imkanı verir.

- Bilgilerin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılmasıyla borçluların girebileceği sermaye piyasalarını ve dolayısıyla finansman kaynaklarını arttırır.

- Yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

İş bölümünün ve ihtisaslaşmanın giderek arttığı ve önem kazandığı dünya ekonomisinde kredi değerliliğinin tespitine yönelik analizleri kendi imkanları ile yapmak isteyen yatırımcı sayısı zamanla azalmıştır. Çok büyük finansman kuruluşları dahi bu analizlerin gerektirdiği maliyetlerden kaçınmak istemektedir. Bu ise sonuç olarak uzmanlaşmış kurumların öne çıkmasını sağlamıştır. Rating firmaları, esas itibari ile, kredi-ülke riskinin analizinde uzman mali analist ve ekonomistlerden oluşan kuruluşlardır. Bu firmalar zamanla edindikleri tecrübeler sayesinde herhangi bir yatırımcının kendi imkanları ile yapabileceği bir analizden daha geniş bir inceleme alanını kapsayacak şekilde hizmet verebilmektedirler.

Rating firmaları, yaptıkları iş açısından bir danışman veya yatırım bankacılığı ya da menkul değerler uzmanı rolünde olmadıkları gibi, yaptıkları değerlendirmenin neticesinde borçlu veya yatırımcıya karşı herhangi bir sorumluluk da üstlenemezler. Rating işlemleri genellikle istek üzerine yapılmaktadır. Bununla birlikte verdikleri notun talep edenin beğenip beğenmemesine önem vermemekte ve kabul edilmeme hallerinde verdikleri notları yayınlamamak ve açıklamamakla yetinmektedirler. Kuşkusuz Rating firmaları yaptıkları hizmetin karşılığında bir ücret talep etmektedirler. Diğer yandan bir ülkedeki hiç bir kuruluşun **aynı vade içerisinde,** ülkenin Rating'inden daha iyi bir nota sahip olmaması önemli bir diğer noktadır **(Goodell, 1993)**. Bu gerçek bir ülkedeki firmaları kısıtlayan bir faktör olmakla birlikte sonuçta tutarlı olarak görülmelidir.

Rating firmaları analizlerini yaparken başlıca iki sorunun cevabıyla ilgilidirler **(Karaöz, 1990, s. 31);**

a) Objektif unsur: Borçlu, borçlarını ödeme gücüne sahip midir? Yani, borçlunun ekonomik ve mali durumu, varlıklarının seviyesi borçlarını tam olarak karşılamaya yeterli midir?

b)Subjektif unsur: Borçlu, borçlarını ödemeye istekli midir? Yani, ilk şartı sağlayan borçlu, taahhütlerini zamanında yerine getirmeye niyetli midir? İşte Rating firmaları bu soruların cevaplarını bulmaya çalışmakta ve bunun için çok geniş içerikli olarak, politik ekonomik risk analizleri yaparak değerlendirmeye gitmektedirler. Bununla birlikte bu firmaların her zaman en iyi değerlendirmeleri yaptığı iddia edilemez. Tarihsel gerçekler nadiren de olsa bazı hatalı derecelen-

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

dirmelerin varlığını göstermektedir. **(Reilly, 1986, s. 383).**

Bugün dünyada sınırlı sayıda büyük ve kurumsallaşmış Rating ajansı vardır. Duff and Phelps, Fitch, Moody's, Standart and Poor's, JTR (Japan credit rating agency) bunların en çok bilinenleridir.

Aşağıdaki tablo sözkonusu rating firmalarından dördünün puanlama sistemleri hakkında detaylı olarak bilgi sunmaktadır.

4- KREDİ DEĞERLİLİĞİ (RATİNG) ANALİZİNİN ETKİLERİ

Rating firmalarınca verilen notlar yatırımcıların davranışlarını yoğun olarak etkilemektedir. Bunun en önemli sonucu Uluslararası Sermaye Piyasaları (USP)'ndan fon talep edenlerin ödeyeceği risk priminin ve talep edilen finansmanın diğer mali şartlarının olumlu yada olumsuz yönlerde etkilenmesidir. Bu ise tahvil finansmanı kanalıyla fon talep edicilerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Aslında, bu boyutuyla

TABLO 3: TAHVİL DERECELERİ VE AJANSLAR

	Duff and Phelps	Fitch	Moody's	Standart and Poor's	
Yüksek Derece	1	AAA	Aaa	AAA:	Bir borç enstrümanına verilen en yüksek derecedir. Ana para ve faiz ödemelerinde son derece güçlü bir kapasiteyi gösterir.
	2-4	AA	Aa	AA :	Yüksek kaliteli tahvillere verilen derecedir. Ana para ve faiz ödemelerinde güçlü bir kapasiteyi gösterir.
Orta Derece	5-7	A	A	A :	Bu tahviller bir çok lehte yatırım tutumuna sahiptir. Ancak zıt ekonomik değişikliklere karşı temkinli olmayı önerir.
	8-10	BBB	Baa	BBB :	Bu nota sahip tahviller ana para ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahip olunduğunu fakat zıt ekonomik koşullarda ödemelerin gecikme riskine karşı zayıf bir kapasite oluşturabileceğini gösterir.
Spekülatif Derece	11-13	BB	Ba	BB :	Tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde sadece ılımlı bir korumaya sahip olduğunu gösterir.
	14	B	B	B :	Genel olarak zayıf karakterli tahvilleri gösterir. Geri ödemelerde güven azdır.
Tahhütleri	15	CCC	Caa	CCC :	Zayıf kalitedeki ihraçlardır. Risk yüksektir.
Karşılamama Ris-	16	CC	Ca	CC:	Oldukça yüksek risk içerdiğini gösterir.
kinin çok yüksek	17	-	C	- :	En düşük tahvil kalitesine verilen nottur. Risk son derece yüksektir.
olduğu Durumlar	-	C	-	C :	Geri ödemelerin mümkün olamayacağı tahvil ihraclarında verilen nottur.
	-	DDD	-	D :	Taahhütlerin yerine getirilmesinin en yüksek derecede olanaksız halde olduğunu ifade etmek için verilen nottur.
	-	DD	-	- :	" "
	-	D	-	- :	" "

KAYNAK: Frank K.Reilly, 1986, s.384.

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

derecelendirme mekanizması finansman talep edenlerin finansman piyasalarına girebilip giremeyeceğinin de bir ölçütü olmaktadır.

Yukarıdaki tabloda orta derece altında bir not alan ülkenin menkul kıymet ihraçlarına talep son derece sınırlı olacak ve risk primi eşanlı olarak yükselerek dış finansmanın mali koşullarını giderek kötüleştirecektir. Örneğin, spekülatif kategoriye giren ülkelere uygulanan risk primi % 2.0'a kadar çıkabilmektedir ki, daha aşağı risk primi talepleri spekülatif kategorideki talep edicilerin bunu hakedemeyeceği gerekçesiyle geri çevirebilmektedir. (**Nefçi, 1993**).

Öte yandan, derecelendirmeye tabi tutulup spekülatif derecede bir not alan ülkenin karşılaşacağı olumsuz sonuçlar bu kadarla sınırlı değildir. **Spekülatif derecedeki bir not, ülkenin sadece ihraç edeceği menkul kıymetlere talebi değil, özellikle özel kaynaklı diğer dış finansmanların da ilgili ülkeye akışını global olarak olumsuz yönde etkileyecektir. Çünkü alınan olumsuz notlar doğrudan ülkenin elde ettiği finansmanların geri dönüşü ile ilişkilidir ve sadece dış kaynak imkanlarını azaltmak ve maliyetlerini arttırmakla kalmayacak, tüm diğer özel kaynaklı dış finansmanların ilgili ülkeye akışını olumsuz etkileyebilecektir.**

Belirtilen bu sonuçlar ilgili ülkelerin bütçe açıklarının finansmanı açısından borçlanma stratejisinde bir değişikliğe yol açarak, iç borçlanmaya ağırlık verilmesi halinde ülke içindeki cari faiz oranlarını arttırıcı yönde etki yapacaktır. Aynı zamanda ülke içinde ekonomik birimlerin dövize olan taleplerinin hızla artması ilgili ülke parasının değer kaybını hızlandırıcı etkiler doğurabilecektir.

Konuyla ilişkin olarak bazı ülkelere 1993 yılı içerisinde verilen rating notları ise tablo 4 olduğu gibidir.

5- GOÜ'LER VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI

5.1 GOÜ'lerin Uluslararası Sermaye Piyasalarından Borçlanma İmkanlarındaki Gelişmeler

GOÜ'lerin Uluslararası Sermaye Piyasaları (USP)'ndan finansman teminleri 1980'den sonraki borç krizi yıllarına kadar gelişme göstermekle birlikte, 1980'den sonraki yılların olumsuz şartları bu piyasalara GOÜ'lerin girebilmelerini önemli ölçüde kısıtlamıştır. Gerçekte bu piyasaların GOÜ'lere 1980'li yıllar boyunca kapılarını tamamen kapattığı söylenemez. Krizin en yoğun yıllarında dahi bazı GOÜ'lerin başarılı menkul değer ihraçları olmuştur. Özellikle Uzak Doğu'daki bazı GOÜ'ler iyi birer örnektirler. Ancak pekçok ülke için bu kapının kapandığı açıktır.

1980'li yılların sonları ve 1990'lı yıllar boyunca ise bir çok GOÜ'nin tekrar USP'na dönebildiği görülmektedir. Asya'da; Malezya, Çin, Güney Kore, Tayland, Hindistan, Endonezya, Avrupa'da; Macaristan, Türkiye,

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

TABLO 4: BAZI GOÜ'LERİN ALDIKLARI RATING NOTLARI

	MOODY'S	SP'S	EIU
G.Kore	A1	A+	20
Tayland	A2	A-	35
Malezya	A3	A	30
H.Kong	A3	A	15
Şili	-	BBB	25
Çin	Baa1	BBB	30
Türkiye	Baa3	BBB	50
Endonezya	-	BBB-	40
Çekoslavakya	Ba1	-	30
Macaristan	Ba1	BB+	40
Venezuela	Ba1	BB	60
Hindistan	Ba2	BB+	50
Meksika	Ba2	BB+	55
Arjantin	B1	-	55
Brezilya	B2	-	70

KAYNAK: The Economist, 25 Eylül 1993, s.19.
NOT: Rating firmaları verdikleri notları ileri derecede + veya - işaretleriyle **(Fitch ve SP's)** ya da 1,2,3 şeklinde sayılarla **(Moody)** belirtirler. Pozitif işaret ve en düşük sayı, ilgili kategorideki en iyi durumu yansıtır. Moody's için Baa, SP's için BBB- ve daha yukarı dereceler kredi değerliliğini gösterir. Economist Intellegence Unit **(EIU)** için en düşük rakam en düşük riski gösterir.

Yunanistan, Portekiz, Kıbrıs Rum Kesimi, Latin Amerika'da; Şili, Meksika, Venezuela, Brezilya, Afrika'da; Cezayir, Güney Afrika Cumhuriyeti, Mısır ve Gabon en önemli menkul değer ihraççısı ülkeler olmuşlardır. Bu ülkelerin bazıları piyasalara girebilmede çok başarılı iken diğer bazıları daha az başarılı olmuşlardır. Araştırmalar bu piyasalara girebilmede başarı gösteren GOÜ'lerin şu temel özelliklerine dikkat çekmektedir **(Fedder ve Mukherjee, 1992, s. 100);**

- Ekonomilerini önemli ölçüde liberalizasyona tabi tutup, yapısal kurumsal serbestiyi önemli ölçüde geliştirebilenlerdir,

- Özel sektörün ekonomideki öncü rolünü kavrayıp gerekli önemi veren ülkelerdir,

- Yabancı sermaye yatırımlarını harekete geçirebilmek için gerekli düzenlemeleri yapabilen ülkelerdir,

- Ekonomik büyümenin motoru olarak ithal ikamesi yerine, ihracata yönelik, dışa açık politikaları seçen ülkelerdir,

- Cari işlemler dengelerini kurabilen, en azından önemli ölçüde iyileştirebilen ülkelerdir,

- Mali açıklarını azaltabilen ülkelerdir,

- Politik istikrara sahip ve bunu geliştirebilen ülkelerdir.

Meksika örneği bu açıdan ilginç gelişmelere sahne olmuştur. 1970-82 arasında büyük tahvil ihraçları gerçekleştiren Meksika, 1982 kriziyle birlikte piyasalardan çekilmek zorunda kalmış ve yakın yıllara kadar piyasalara girememiştir. Meksika yönetimi bu süreç içerisinde ekonomisini geliştirecek büyük reformlara girişmiş ve ülkeyi GOÜ'ler içinde "yatırım" seviyesindeki ülkeler sınıfına sokarak kısa vadeli yatırım için düşünülen bir ülke olmaktan çıkarıp, uzun vadeli düşünülebilen ülkeler arasına katmıştır. Meksika 1986 yılında uluslararası mali kurumların ve

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

ticari kreditörlerin desteğinde ülkeyi dünya ekonomisine açan ve bütünleştiren bir istikrar programı yürürlüğe koymuştur. Aynı yıl GATT'a üye olmuş ve ticari liberalizasyon (hassas sektör ayrımı yapılarak) hızla başlatılıp, büyük bir devalüasyonun arkasından kambiyo politikalarını değiştirmiştir. Ancak, enflasyonun hızlanmasıyla birlikte (1987 sonunda %160) tüm kesimlerin işbirliği sağlanarak ücretler, kamu sektörü fiyat ve tarifeleri, nominal döviz kuru dondurulmuş ve sakı para ve maliye politikası uygulamalarına geçilmiştir. Bunların yanısıra özelleştirme, yapısal kurumsal serbestleştirme (deregulation) ve rakabeti teşvik edecek sanayi politikaları reformları ile yapısal reform çabaları kuvvetlendirilmiştir.

1988'de kurulan hükümet de ekonomik reformlara devam etmiş ekonominin dışa açıklığını ve demokratik hakları geliştirmiştir. Uluslararası mali kurumlarla sağlanan fikir birliği ile ihracat teşvik edilmiş, imalat sanayi ihracat gelirleri 1989'da petrol ihraç gelirlerini aşmıştır. Bu reformlar, Meksika'nın USP'larındaki itibarını hızla yükseltmiştir. Brady planının Mesika'daki başarılı sonuçları ise diğer bir faktör olarak yabancı yatırımcıları Meksikaya yöneltmiştir. Bu arada enflasyon 1988'de %52'lik seviyeden 1989'da yaklaşık %20'ye çekilebilmiştir. İşte bu performans Meksika'nın başarısını getirmiştir **(Fedder ve Mukherjee, 1992, s.84 - Voljc ve Draisma, 1993, s.123).**

5.2: Belli Başlı Borçlanma Piyasaları

A: ABD Sermaye Piyasası

ABD sermaye piyasası, yatırımcıları çeşitli risklerden korumayı amaçlayan çok sıkı düzenleyici bir iklime sahiptir. Bu piyasada yapılacak tüm tahvil ihraçları yetkili birimlere tescil edilmek zorundadır. Yoğun bir müracaat prosedürü ve maliyetler sözkonusudur. Zor ve maliyetli tescil işlemleri yabancı tahvil ihraçları açısından menkul kıymetler ve döviz komisyonu (SEC) düzenlemeleri "Yankee Piyasası"nı GOÜ'ler için genellikle kaçınılan bir piyasa yapmıştır. **Piyasada, coğrafi yakınlık, tanınmışlık önemli bir rol oynar. Aynı zamanda Rating notları, bu piyasa için son derece önemlidir.** Fakat yeni getirilen bazı düzenlemeler ABD piyasalarında kurumsal yatırımcılara yönelik tahvil ihraçlarında bazı kolaylıklar sağlamıştır (144a Kuralı). Böylece bu kuralla ABD'li kurumsal yatırımcılar SEC tescil ve izni olmaksızın yabancı tahvillere yatırım iznine kavuşmuştur.

B: Eurotahvil Piyasaları

Eurotahvil piyasaları çok büyük yatırımcı tabanlı, geniş likiditeye sahip, olgun piyasalardır. 1990 yılındaki ihraçlar toplamı 160 milyar $'dır. Bu piyasalarda tahvil ihracı için herhangi bir devlet ya da kuruluşdan izin almak gerekmez. İhraç için uzmanlaşmış bir finans kurumuyla anlaşılır. Bu kuruluşlar gerekli araştırmaları yapar ve ihraççıya nasıl bir faiz ve spread'la ne kadar borç-

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

TABLO 5 EUROTAHVİL PİYASASINDA YATIRIMCILAR

Alman Markı Eoro Tahvil Ihraci		ABD Doları Euro Tahvil Ihracı	
Yatırımcılar	% Payı	Yatırımcılar	% Payı
Alman küçük yatırımcılar	40	Avrupalı Parekende yatırımcılar	25
Kurumsal "	15	L.Amerikan parekende "	20
Avrupalı küçük "	20	Avrupalı kurumsal "	30
Avrupalı kurumsal "	10	ABD'li kurumsal "	15
L.Amerikan küçük "	10	Japon kurumsal "	5
Japon kurumsal "	2	Ort.Doğulu kurumsal "	5
Ort.Doğulu kurumsal "	3		

Kaynak : M.J.Fedder ve M.Mukherje, 1992, s.97-98

lanabileceğini bildirir ve karşılığında bir komisyon alırlar.

Tahvillerin genellikle hamiline olarak ihraç edildiği piyasada en yaygın kullanım alanı bulan para ABD doları, Alman markı ve İsviçre Frangıdır. Euro piyasalar, geçmişte Doğu Bloku ülkelerince sıkça kullanılan piyasalardır. **Şemsiye teorisinin** varlığı (teori, sosyalist ülkelerin birbirlerini sıkı bir biçimde desteklemeleri ile ilişkilidir. Kısaca güç duruma düşen bir doğu bloku ülkesinin COMECON'un derhal devreye girerek sorunlu ülkeye yardım edeceği tezi ile ifade edilmektedir) bu ülkelerin Euro piyasalarından geniş bir ölçekte faydalanabilmelerine yardımcı olmuştur. Ancak yaşanan gelişmeler ve bu ülkelerin kriz içine girmesi ihraçlarını hızla azaltmıştır. Alman kurumsal yatırımcıların yüksek getirili fakat yüksek riskli yatırımları sevmesi bu piyasaya Asya ülkelerinin, Latin Amerika ülkelerinin ve bazı eski sosyalist ülkelerin girebilmesini sağlamaktadır.

İhraçlar için talep edicilerin yapısı ise çeşitlilik göstermektedir. Aşağıda Alman markı ve ABD doları üzerinden çıkarılan Euro tahvillerin tipik yatırımcılarının kimler olduğu hakkında sunulan bilgiler oldukça ilginç bir örnek oluşturmaktadır.

C: Samuray Piyasası

Samuray piyasası Tokyo'da yabancı ihraççılar için Japon yeni üzerinden ihraçların yapıldığı piyasadır. Çoğu GOÜ'ler için bu piyasa 1980'lerin sonlarına kadar kapalı kalmıştır. Oldukça sıkı kontrollere sahip olan bu piyasaya girebilmek için Japonya Maliye Bakanlığının iznini ve tescilini almak gereklidir. **Ayrıca, ihraç talebinde bulunanların ABD kökenli ya da Japon Rating firmalarınca derecelendirmeye girmeleri şartı aranmaktadır.** Samuray Piyasasının, yatırımcıları hemen hemen tamamıyla kurumsal yatırımcılardır. Piyasa çok az likittir ve ikincil piyasa çoğu ihraçlar için sözkonusu değildir. Zira, yatırımcılar aktiflerini uzun vadeli olarak tutmaktadırlar.

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

Diğer piyasalarda olduğu gibi 1990'lı yıllarla birlikte piyasadaki temel problem, fonların azalması ve Japon kurumsal yatırımcıların riskli borçlulara yatırım yapmadaki giderek artan gönülsüzlüğüdür. Zaten 1990'lı yıllarla birlikte hızla artan yabancı tahvil ihraçları portföy çeşitlendirmesinde GOÜ'lerin limitlerinin giderek dolmasına yol açmıştır. Bu probleme özellikle eski doğu bloku ülkelerinin yaptıkları başvurular da ilave bir yük getirmiştir. Bu yüzden piyasaya girebilmeyi arzulayan eski doğu bloku ülkelerine sözkonusu durum sıkça hatırlatılmaktadır.

6: ULUSLARARASI FİNANSMAN, GOÜ'LER İLİŞKİSİNİN YENİ BOYUTLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK BAZI GÖRÜŞLER

GOÜ'ler için hızla gelişen esnek bir dış finansman tekniği olan tahvil ve diğer portföy yatırımı ginansmanlarının hacim olarak artmakla birlikte halen sınırlı olduğu görülmektedir ve aynı zamanda piyasalar küçük bir yatırımcı tabanı ile büyümeye devam etmaktedir. Geleceğe dönük olarak yapılan projeksiyonlar bu gelişmenin mevcut trend boyunca devam edeceğini söylemekle birlikte bunun nereye kadar olabileceğini cevaplamaktan uzaktır. Piyasaların zorlu yapıları da bu soruların cevaplamasını zorlaştırıcı bir faktördür. Zaten GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarının son yıllarda hızla artışıyla ilgili olarak farklı şekillerde ifade edilmekle birlikte iki temel açıklama yapılmaktadır **(Ahmed ve Gooptu, 1993, s.13).**

A. İlk grup görüşlere göre son yıllardaki ABD faiz oranlarındaki hızlı düşüşler bunun sebebidir (ABD faiz oranlarının II.Dünya Savaşı'ndan bu yana en düşük seviyeleri civarında olduğunu hatırlarsak). Çünkü böylece kurumsal yatırımcılar için riski yüksek olmakla birlikte yüksek getiriye sahip bu ülkeler alternatif cazibe merkezleri olmaktadır.

B. Diğer grup görüşler ise GOÜ'lerin piyasalarının yapısından kaynaklanan çekiciliğini baz almakta ve özellikle Latin Amerika ve benzeri ülkelere, bunların ekonomik reformlarına, bu reformların ticari borçların azaltılması anlaşmalarına refakat etmesine ve bunun büyüme ile kredibiliteye olan etkilerine dikkat çekmektedirler.

Kuşkusuz bu iki temel görüşü birbirinden ayırıp zıt görüşler olarak ifade etmek mümkün değildir. Bunun yerine tamamlayıcı fikir demetleri olarak kabul etmek mantıklı olanıdır. Ancak şu kadarını söylemek gerekir ki, ilk grup görüşlerde yoğunlaşma yaşanmaktadır. Gerek GOÜ'lerdeki menkul kıymet piyasalarının gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek getirileri, gerekse GOÜ'lerin borçlanma enstrümanlarına ödedikleri yüksek faizler yaşanan sürecin konjoktürel bir durum olduğu ve gelişmiş ülkelerde faizlerin yükselip ekonomik canlanmanın sağlanarak menkul kıymetler fiyatlarının tırmanışa gçeceği bir dönemde giderek azalabileceği tezini ön plana çıkarmaktadır **(Kuczynski, 1993, s.335).**

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

7: DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

GOÜ'lerin kaynak yetersizliklerinin neden olduğu finansman sorunlarını aşmada bir alternatif olarak görülen tahvil ihraçları yolu ile finansman temini, 1980'li yıllarda çoğu GOÜ'lerin kredibilitelerini hızla kaybetmeleri sonucu son derece sınırlı bir kaynak haline gelmiştir. Uluslararası finansal piyasaların kredibilitelerini hızla yitiren GOÜ'leri dışlaması şeklinde ifade edilebilecek durum, zaten uluslararası finansal piyasalarda sınırlı bir paya sahip GOÜ'lerin yerini daha da daraltmıştır. Örneğin, 1985 yılında sanayileşmiş ülkelerdeki tahvil ihraç edenlerin uluslararası sermaye piyasalarındaki payı %82, uluslararası organizasyonların payı %11 ve GOÜ'lerin payı %6 iken, 1989'da tüm uluslararası tahvil ihraçları içinde GOÜ'lerin payı sadece %2 olmuştur **(Fedder ve Mukherje, 1992, s.71).**

Diğer yandan 1980'li yılların sonları ve 1990'lı yıllarda bir çok GOÜ'nin uluslararası finas piyasalarına girebilmede oldukça yüksek performans gösterdiği görülmektedir. Bununla birlikte birçok GOÜ'nin gösterdiği bu yüksek performansa rağmen GOÜ'lerin bu piyasalardaki payı **"konjoktürel, getiri farklılıkları nedeni ile geçici olabilecek, ya da limitlerin dolmak üzere olduğu şeklindeki tereddütlü açıklamalar altında"** ancak sınırlı ölçüde artabilmiş ve 1989 yılında uluslararası finansal piyasalarda yapılan tüm finansmanlar içinde GOÜlerin payı %4.7 iken, 1992 yılı itibari ile bu oran %7.7've 1993'ün ilk ayları itibariyle ise % 5.8 olmuştur. (Bkz. tablo 1) Bu nispi artış içerisindeki en önemli gelişme ise tahvil ihraçları ile gerçekleşmiştir (Gooptu, 1993, s.71). Bu yükselişin ise özellikle rating notları güçlü şu ülkelerde yoğunlaştığı görülmektedir (Ahmet ve Gooptu, 1993, s.13). Arjantin, Meksika, Brezilya, G.Kore ve Türkiye.

Ülke örneklerinden farkedileceği üzere uluslararası sermaye piyasalarından menkul kıymet ihracı ile finansman ancak gerekli ekonomik gelişmeyi ve ekonomik reform sürecini önemli ölçüde tamamlayabilmiş sınırlı sayıdaki orta gelirli GOÜ'lerde yoğunlaşmıştır. Özellikle çok borçlu GOÜ'lerin borçluluk göstergelerinin 1982 öncesine dönmeye başlaması ve dış borç krizinin genel olarak aşılması ile bu ülkelerin uluslararası finansal piyasalara çıkmaya başlamalarının eşanlı gitmesi bu açıdan dikkat çekmektedir **(World Bank, 1993, s.7).**

Uluslararası finansal piyasalara girebilmede varolan zorlukların yanısıra bu piyasalarda varlığını koruyabilmek bir diğer önemli noktadır. Piyasalarda varlığını koruyabilmenin ve uygun mali şartlara sahip finansman temin edilebilmesinin en önemli şartı ise; **"köklü ekonomik dönüşümler, uzun ve sıkıntılarla dolu bir geçiş döneminden sonra güçlükle temin edilebilen kredibilitenin sürdürülebilir bir tabanda geliştirilmesidir."**

Bu sürekliliği sağlayamayan GOÜ'lerin bir süre sonra sahip ol-

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

dukları rating notları düşmeye başlayacak ve sağladıkları finansmanın mali koşulları da giderek ağırlaşabilecektir. Bu sürecin bir adım ilerisi ise gerekli ekonomik tedbirleri almayan sözkonusu GOÜ'nin geçmişte temin ettiği kredilerin anapara ve faiz geri ödemelerinde önce zorlanmaya başlaması, ardından borç erteleme arayışlarına gitmesi olacaktır. Bu noktaya kadar gelen sözkonusu GOÜ'nin tedbir almadığı takdirde, önce sahip olduğu rating notu yatırım seviyesinden spekülatif seviyeye çekilecek yine tedbir almadığı takdirde giderek artan bir hızla uluslararası finansal piyasalardan dışlanacaktır. **Uluslararası finansal piyasaların GOÜ'lere yönelik zorlu yapıları, sahip olduğu iç dinamikler sayesinde bu süreci hızlandırıcı etkilere de neden olabilecektir.**

Bu gelişmelerin ardından gerekli ekonomik politika değişikliklerine gitmeyen ilgili GOÜ hükümetleri, bir süre sonra hareket alanlarının daraldığını görecek ertelendikçe maliyeti artıp, ekonomik reçetesi ağırlaşan, uluslararası mali kurumların denetim ve şartlı finansörlüğünde yeni ekonomik reform programı üzerinde çalışılmaya başlamak zorunda kalabileceklerdir. Artık bu noktadan itibaren ilgili GOÜ için uluslararası finansal piyasalardan fon temini imkanı kalmayacak ve ilgili ülke sadece çok kısa vadeli ticari bankalar kredileri ile diğer geleneksel dış finansmanlarla yetinmek durumunda kalabilecektir.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye, diğer GOÜ'lerden farklı bir konuma sahip değildir. Dolayısıyla uzun yıllar boyunca güçlükle temin edebildiği kredibilitesini sürdürülebilir bir tabanda geliştirebildiği sürece UFP'dan yararlanabilecek, bundan önemli sapmalar gösterdiğinde ise kaçınılmaz olarak belirli bir süreç sonrasında bu piyasalardan dışlanacaktır. Nitekim ülkemiz bu gerçeği göz önünde bulundurabildiği sürece dış kredibilitesini artırmış ve çoğu GOÜ'lerin dış finansmanında kriz yıllarını yaşadığı 80'li yıllar boyunca bu ülkelerin aksine; gerek UFP'ların, gerekse uluslararası ticari bankaların finansman olanaklarından geniş ölçüde yararlanabilmiştir. Hatta artan kredibilitenin verdiği güven ile 1990'lı yılların hemen başlarında başlıca rating firmalarına başvuran ülkemiz, aldığı yatırım seviyeli raiting notları sayesinde son yıllarda euro piyasaların yanısıra samuray ve yankee piyasalarında dahi ihraç ettiği tahvillere yatırımcı tabanı bulmakta güçlük çekmemiştir. mek zorundadır.

Bununla birlikte ülkemiz ekonomisi özellikle son 4-5 yılda yoğunlaşan bir şekilde izlenen popülist içerikli iktisat politikaları nedeniyle giderek artan makro ekonomik dengesizliklerle birarada yaşamaya başlamıştır. İzlenen hatalı politikalar sonucunda:

- Kamu kesimi finansman açıkları hızla artmış,

- İç ve dış borç stokları devamlı artışlar göstermiş,

- Yurtiçi faiz oranları ve kredi maliyetleri önemli ölçüde artmak zorunda kalmış,

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinde hızla artan dengesizlikler başgöstermiş,

- Para ikamesi hızlanmış,

- Yatırımların spekülatif alanlara kayışı hızlanmış,

- Cari işlemler dengesi açığı görülmedik boyutlara çıkmış,

- Gerçekçi olmayan ekonomik büyüme oranları ve bu listeyi uzatabilecek bir çok makro ekonomik dengesizlikler söz konusu olmuştur. Gelinen bu nokta ise, belirli bir süre sonra ülkemizin kredi değerliliğini tespit eden başlıca raiting firmalarını harekete geçirmiştir. Başlangıçta uyarı niteliğinde açıklamalarla yetinen bu firmalar daha sonra uyarılarının dikkate alınmadığını görerek, ülkemizin raiting notlarını yatırım seviyesinden spekülatif seviyelere çekmişlerdir. Üstelik geçtiğimiz ocak ayının sonlarında finansal piyasalarda başlayan krize rağmen, mahalli idareler seçimleri sebebiyle artık kaçınılmaz bir hale gelen ekonomik istikrar paketinin geciktirilmesi kredi notumuzun beklenenden de fazla düşürülmesine yol açmıştır. Nitekim Standard and Poor's ve Mody's isimli rating firmalarının halen de geçerli olan son açıkladıkları ülkemiz için kredi notları sırasıyla **B+** ve Ba3'tür.

Ülkemizin uluslararası sermaye piyasalarından hızlı bir şekilde dışlanması ve çoğunlukla resmi geleneksel finansmanlarla dış kaynak gereksinimini kapatmak zorunda kalabileceği bir süreç olarak da algılayabileceğimiz bu durum karşısında açılan 5 Nisan ekonomik istikrar kararlarının da konumuzu bağlamında beklenini vermediği görülmektedir. Aslında bunun tersinin beklenilmesi de pek doğru bir düşünüş tarzı değildir. Çünkü, bir GOÜ'nin UFP'larda ekonomik kredibilitesini sağlayabilmesi uzun bir zaman dilimini gerekli kılarken, bu kredibiliteyi kaybetmesi daha dar bir zaman limiti içinde gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla şimdilerde kredibilitesini yitirmiş bir GOÜ olarak ülkemizin tekrar yatırım seviyeli raiting notu alabilmesini dar bir zaman limiti ile sınırlamak yerine orta ve uzun vade arasında bir sürede beklemek daha doğru olacaktır. Bu sürenin dönem ya da yıl ifadesini ise kuşkusuz uygulanan iktisat politikalarını tutarlılığı, siyasal istikrar ve dış konjonktür içinde aramak gereklidir.

Bununla birlikte olumlu sayılabilecek dış konjonktüre rağmen hali hazırda istikrar kararları uygulamasının karşı karşıya olduğu sorunlar gelecek için umutlu olmayı oldukça zorlaştırmaktadır. Gerek, alınan istikrar kararlarını eksiklerinin giderilmesi anlayışında vazgeçilmesi ve alınan kararlardan geri adımlar atılmaya başlanılması, gerekse siyasal istikrardan giderek daha da uzaklaşıldığı bir ekonomik-siyasal ortamda iyimser olabilmek giderek zorlaşmaktadır.

Nitekim raiting firmalarından gelen uyarılar bu doğrultudadır. Hatta bu kurumları yakın zaman da kredi notlarımızı tekrar düşürebilmesi tehlikesinden dahi sıkça söz edilmeye başlanılmıştır. Bunun önemli bir gös-

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300

tergesi, kısa vadeli döner kredilerin bir çoğunun yinelenmemesi iken, bir diğeri de sağlanabilen bazı yeni finansmanların içerdikleri dünya ortalamasının çok üzerindeki spreadlardır (Kısa vadeli dış borç stokundaki gelişmelere bakılarak izlenilebilir). Bu şartlar altında ekonomi yönetiminin kısa vadelerle sınırlanmış politikalardan ziyade uzun vadeli bir perspektifle hazırlanmış politikal peşinde koşması tek çıkar yol olacaktır. Başarılı olamayan her istikrar paketinin yenilerini davet edeceği düşünülerek çalışmaların gerçekçi çözümlere yönelik olarak geliştirilmesi kaçınılmazdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

1) Ahmed, Masood-Gooptu, Sudarshan: **"Portfolio Investment Flows to Developing Countries",** Finance And Development, March 1993.

2) Akyüz, Abdullah: **"Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye",** İktisat İşletme ve Finans Dergisi, sayı: 87, Haziran 1993.

3) Claessens, Stijn: **"Alternative Forms of External Finance: a Survey",** The World Bank Research Observe, vol: 8, no: 1, January 1993.

4) Fedder, Marcus - Mukherjee, Mohua: **"The Reemergence of Devoloping Countries in The International Bond Markets",**

Editör: John D. Shilling, **"Beyond Syndicated Loans: Sources of Credit for Devoloping Countries"** içinde. World Bank Technical Paper Number: 163, World Bank 1992.

5) Goodell, Tim: **"The Secondary Market For Turkish Debt",**

"Uluslararası Finansman: Teknikler ve Araçlar" içinde, Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Mezunlar Derneği Yayını Ankara 1993.

6) **Goopdu Sudarshan:** "Portfolio Investment Folows to Emerging Markets". Portfolio Investment in Developing Countrys", içinde. (Editör: Claessens, Stijn ve Goopdu Sudarshan), World Bank, 1993.

7) Karaöz, M.Aydın: **"Kredi Değerliliğinin Tespiti (Rating)",** Hazine ve Dış Tic. Müsteşarlığı Dergisi 1990/1.

8) Kuczyniski, P.Pablo: **"International Capital Flows to Latin America: What is the Promise?,** Annual Conferance on Development Economics 1992, World Bank, Washington 1993.

9) Nefçi Salih: **"Dış Borçlanma - Duvar",** Hürriyet, 7.11.1993 ve 18.10.1993

10) Volj, Makro - Draaisma, Joost: **"Privatization and Economic Stabilization in Mexico",** Colombia Journal of World Business, Spring 1993.

11) Reilly, Frank K.: **"Investment",** CBS Collage Publishing, 2. Edition, Newyork USA. 1986.

12) **The Economist,** 25 Eylül 1993.

13) World Debt Tables 1992-1993: **External Finance For Developing Countries,** Vol.1, World Bank 1993.

İndiren: [harun bal,Çukurova Üniversitesi], IP: [193.255.194.226], Tarih: 20/07/2018 12:25:54 +0300