

Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları

Cüneyt SEVİM¹

Özet

Bu çalışmada ekonomik sistemin ana unsurlarından olan para ve sermaye piyasalarının uluslararası niteliği açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak döviz piyasaları; anında teslim işlemleri, vadeli işlemler ve swap işlemleri olarak üç başlık altında incelenmiştir. Daha sonra uluslararası kredi ve mevduat piyasaları tanıtılmış, gelir düzeyi farklılıklarının yıllar itibarıyla sınır ötesi kredi ve mevduat gelişimine etkisi tartışılmıştır. Senede dayalı borçlanma araçlarından olan finansman ve hazine bonolarının uluslararası niteliği incelendikten sonra kredi bulmanın zorlaştığı kriz dönemlerinde alternatif finans kaynağı olan ticari kredilerin önemi üzerinde durulmuştur. İlerleyen kısımda ise, faiz maliyetine katlanmadan uluslararası piyasalardan fon temin etmeyi olanaklı kılan hisse senedi piyasaları ve uzun vadeli fon ihtiyacını karşılayan uluslararası tahvil piyasaları açıklanmıştır. Son olarak bir ülkede yabancı para birimi üzerinden fon bulmaya imkân sağlayan euro piyasaları; euro-mevduat, euro-kredi, euro-tahvil piyasaları olmak üzere üç başlık altında incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: *Uluslararası para ve sermaye piyasaları, döviz piyasaları, euro piyasaları.*

JEL Sınıflandırmaları: *F30, F31, F34*

¹ Dr., E-Posta:csevim@gmail.com

Abstract

This study attempts to explain the international quality of money and capital market which are the main parts of the economic system. In this respect, firstly, exchange markets are investigated under these headlines: spot transactions, forward transactions and swap transactions. International credit and deposit markets are introduced, and the effects of differences in income levels on the development of cross-border credit and deposit are discussed. After investigating the international quality of finance and treasury bonds which are the bond based debt instruments. This paper elaborates the importance of trade credit which is an alternative source of financing when it is difficult to find credit in crisis times. Afterwards, stock markets which makes it possible to obtain fund from international markets without the cost of interest and international bond markets providing with the need of long term funds. Finally euro markets making it possible to obtain fund through foreign currencies in one country are investigated under three headlines: euro-deposit, euro-credit, euro-bond markets.

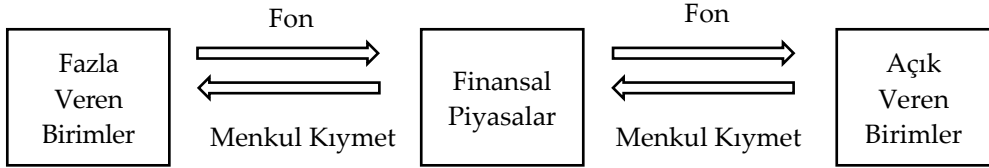
Keywords: *International money and capital markets, exchange markets, euro markets*

JEL Classifications: *F30, F31, F34*

Giriş

Uluslararası ticaret ve ekonomik ilişkiler zaman içinde büyük bir dönüşüm yaşamıştır. Ulaşım imkânlarının gelişmesi malların daha değerli hale gelebilecekleri yerlere, iletişim imkânlarının gelişmesi ise fonların daha değerli hale gelebilecekleri yerlere akışını hızlandırmıştır. İlki mal piyasalarını dönüştürürken ikincisi uluslararası finansal piyasaları dönüştürmüştür.

Şekil 1’de özetlendiği gibi ulusal finansal piyasalar fon açığı ile fon fazlası olanların bulunduğu bir ortamdır. Uluslararası fon hareketliliğini sınırlandıran düzenlemelerin gevşetilmesi ve korumacı politikalar yerine daha liberal politikaların yaygınlaşması ile birlikte finansal piyasalar ülke sınırlarını aşmaya başlamıştır.



Şekil 1. Finansal Sistemin İşleyişi (Günel, 2007)

Ülke sınırlarını aşan fon hareketliliği kısa vadeli olursa uluslararası para piyasaları, uzun vadeli olursa uluslararası sermaye piyasaları kastedilmektedir. Bu vade de çoğunlukla bir yıl olarak kabul edilmektedir. Uluslararası para piyasaları denildiğinde ilk akla gelen, faiz geliri elde etmek amacıyla ülke sınırları dışındaki bankalara yatırılan mevduatlar ve faiz maliyetini düşürebilmek adına ülke dışındaki bankalardan alınan kredilerdir. Uluslararası sermaye piyasaları dendiğinde ilk akla gelen ise ülke sınırları ötesindeki borsalardan alınan hisse senetleri ve tahvillerdir.

Tasarruf açığı içindeki az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, daha yüksek getiri peşindeki gelişmiş ülke fonlarını kendi ülkelerine çekerek, gelişme hızlarını artırma arzuları son dönemde birçok kanaldan uluslararası sermayenin özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru akmasına neden olmuştur. Ancak, yurt dışından gelen fonların yatırıma dönüşüp dönüşmemesine

göre farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Yurt dışı fonlarla yatırımlarını finanse eden az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler ile aralarındaki gelişmişlik farkını azaltırken; yurt dışı fonlarla tüketimlerini finanse eden ülkeler ise herhangi bir gelişme sağlayamadıkları gibi sıcak para giriş çıkışlarının yarattığı döviz kuru dalgalanmaları yüzünden ekonomik kırılganlıklarını artırmışlardır.

Özetle sanayi devriminden bugüne ekonomide yaşanan dönüşüm, bugün gelinen noktada uluslararası para ve sermaye piyasalarını ekonominin bütünü içinde önemli bir noktaya taşımıştır. Bu nedenle bu çalışmada para ve sermaye piyasaları uluslararası boyutta incelenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda uluslararası para ve sermaye piyasaları döviz piyasaları, kredi piyasaları, hisse senedi piyasaları, tahvil piyasaları ve euro piyasaları başlıkları altında incelenmiştir.

1. Döviz Piyasaları

Son dönemde uluslararası ticaretin artması ülkelerin birbirlerinin paralarına olan ihtiyacı artırmıştır. Yabancı para piyasası olarak da isimlendirebileceğimiz döviz piyasaları, ihtiyaç duyulan yabancı paraların alım satımının yapıldığı ortamlardır. Bu piyasalarda bir yandan milli paranın yabancı paraya veya yabancı paranın milli paraya dönüştürülebilmesi diğer yandan yabancı paranın da başka bir yabancı paraya dönüştürülebilmesi mümkündür.

Döviz piyasalarında doğrudan nakit para cinsinden işlemler yapılabilceği gibi banka havaleleri, ödeme emirleri, döviz poliçeleri, mevduat sertifikaları vb. likiditesi yüksek varlıklar üzerinden de işlemler yapılabilir. Türkiye örneğinde yapılan işlemler “efektif işlemler” olarak adlandırılırken, likiditesi yüksek diğer varlıklar üzerinden yapılan işlemler “döviz işlemleri” olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2013:262).

Döviz piyasalarının varlığı sayesinde ülkeler ihtiyaç duydukları mal ve hizmetleri satın almak için gerekli olan yabancı parayı kolaylıkla bulabileceklerdir. Yabancı ülkeler ile dış ticaret yapmak beraberinde birçok risk getirmektedir. Örneğin sattığınız malın parasını alıp almama konusunda endişeleriniz

olabilir, diğer yandan malın istenilen zaman, miktar ve nitelikte gönderilip gönderilmeyeceğinden şüphe edebilirsiniz. Döviz piyasaları içinde yer alan akreditif gibi uygulamalar sayesinde söz konusu şüpheler ortadan kaldırarak dış ticaretin güvenli bir şekilde yapılması sağlanmaktadır.

Fakat döviz piyasalarının ticaret kolaylaştırıcı özelliklerinin yanında belirsizliği ve dolayısıyla riski artırdığı durumlar da bulunmaktadır. Örneğin yabancı paraların ulusal para cinsinden değerindeki oynaklığının artması olarak isimlendirilen kur riski dış ticareti olumsuz etkilemektedir. Bu olumsuzluğu gidermek için döviz piyasalarında hedging yöntemleri de denilen kur riskinden korunma araçları geliştirilmiştir.

Yukarıda genel özellikleri ile özetlenen döviz piyasaları anında (spot) teslim işlemleri, vadeli teslim işlemleri, swap işlemleri olmak üzere üç farklı şekilde incelenmektedir.

1.1. Anında (Spot) Teslim İşlemleri

Anında teslim, adından da anlaşılacağı üzere yabancı para alım satımın eş zamanlı olarak gerçekleştiği işlemlerdir. Bu işlem nakit alışverişi şeklinde olabileceği gibi bankacılık sistemi üzerinden para transferleri yoluyla da gerçekleştirilebilir. İşlem eş zamanlı olarak yapıldığı için herhangi bir kur riski söz konusu değildir. Örneğin ihtiyaç duyduğu hammaddeyi yurt dışından ithal etmek isteyen bir firmanın ithal bedelini doğrudan piyasadan döviz satın alarak tedarikçi firmaya aktarması anında teslim işlemi olarak kabul edilebilir.

Özellikle enflasyonist dönemlerde gelirlerinin değer kaybına uğramasında endişe edenlerin ellerine para geçer geçmez bunu döviz bürolarında yabancı paraya çevirmeleri dolarizasyon sorununun neden olduğu bir anında teslim işlemidir. Sonuç olarak bankaların, döviz bürolarının veya firmaların gelecekle ilgili herhangi bir taahhüde girmeden yerli para ile yabancı parayı değiştirmeleri işlemi anında işlem sayılmaktadır.

1.2. Vadeli (Forward) Teslim İşlemleri

Vadeli teslim işlemleri, temel amacı kur riskinden korunma olan alım satım taahhüdüne dayalı işlemlerdir. Anında işlemlerden farklı olarak burada

yerli paranın teslimi ile yabancı paranın teslimi arasında bir zaman farkı söz konusudur. Döviz piyasasındaki alıcı ve satıcılar kendi ihtiyaç duydukları vade ve döviz miktarına göre birbirlerine alım veya satım taahhüdünde bulunmakta ve söz konusu vade sonunda taahhütlerini yerine getirmektedirler. Bu nedenle bu tarz işlemlerde yapısallık değil kişiye özgülük esastır.

Örneğin üç ay sonra dolar cinsinden ödemesi olan bir firma üç farklı şekilde davranabilir. İlk olarak bugünden hiçbir şey yapmaz ödeme günü anında teslim yoluyla dolar satın alır ve borcunu öder. Bu durumda kurun yükselme riskini göze almış demektir. İkinci olarak üç ay sonra ödeyeceği dolar cinsinden borcu kadar doları bugünden anında teslim yoluyla satın alır. Bu durumda kurun yükselme riskinden kurtulmuştur ancak kurun düşmesi durumunda elde edeceği kârdan mahrum olacak ve üç ay boyunca dolara yatırdığı yerli parayı kullanamayacaktır. Son olarak üç ay sonraki kur beklentisine göre, üç ay sonra ihtiyaç duyduğu miktarda dolar satmak isteyen biriyle dolar alım sözleşmesi yapacaktır. Bu geleceğe yönelik yapılan sözleşme sayesinde gelecekteki kur belirsizliği her iki taraf için de daha zararsız hale gelecektir. Üç ay sonra maruz kalacağı kurun ne olduğunu bilmesi, firmaların buna göre pozisyon almasında, maliyet hesaplamasında ve fiyat tespitinde önemli bir girdi sağlayacaktır. Kurun belirli bir düzeyde gerçekleşeceğini beklemek, düzey ile ilgili piyasada bir uzlaşma sağlanırsa, beklenenin gerçekleşmesine neden olabilecektir. Başka bir ifadeyle “kendini gerçekleyen kehanet” durumu söz konusu olabilecektir.

1.3. Swap İşlemleri

Bir anında teslim ile aksi yönde bir vadeli teslimin aynı anda yapıldığı işlemlerdir (Karluk, 2013:574). Başka bir ifadeyle anında işlem ile vadeli işlemi bünyesinde barındıran melez bir döviz piyasası işlemidir. Swap işlemlerinde amaç vadeli teslim işlemlerinde olduğu gibi kur riskinden korunmaktır. Farklı olarak taraflardan biri yabancı parayı bugünden teslim ederek taahhüdünü anında yerine getirmektedir. Örneğin elinde yabancı para fazlası olan bir ekonomik birim kurun düşme riski ile karşı karşıyadır ve bundan sakınmaktadır. Bu nedenle yabancı para fazlası olan taraf belli bir dönem sonra eline yabancı

para geçecek olan diğer tarafa söz konusu yabancı parayı anında işlem yoluyla devretmektedir. Bu durumda yabancı parayı teslim eden taraf bunun karşılığını ulusal para cinsinden almamaktadır. Bunun yerine karşılığı, kararlaştırılan vade sonunda, öngörülen kur üzerinden yabancı para olarak almaktadır. Böylece her iki tarafta kur öngörülleri ile kur riskinden korunmaktadırlar.

2. Kredi ve Mevduat Piyasaları

Uluslararası kredi ve mevduat piyasaları, fon açığı ve fon fazlası olanların bir araya geldiği piyasalardır. Fon fazlası olanlar faiz geliri elde etmek için bu fazlayı mevduat veya borç verme şeklinde uluslararası fon piyasasına arz ederler. Diğer taraftan finansal kaynak ihtiyacı olan ekonomik birimler çoğu zaman maliyet avantajı nedeniyle uluslararası kredi piyasalarından fon talep ederler. Bankacılık sistemi, söz konusu fon arz ve talebini yönlendiren en önemli finansal kurumlardan biridir. Bununla birlikte firmalar kısa vadeli borçlanma aracı olarak finansman bonosu piyasaya sürerek, ihtiyaç duydukları fonlara ulaşabilirler. Bir başka kısa vadeli finansal kaynak ise ticari kredilerdir. Ticari krediler uluslararası ticari faaliyet gösteren firmaların müşterilerinden alacaklarını ya da tedarikçilerine olan borçlarını ertelemeleri şeklinde tanımlanabilir. Bu başlık altında öncelikle ticari banka kredileri sonrasında finansman bonoları ve ticari krediler incelenmiştir.

2.1. Ticari Banka Kredileri

Ticari bankaların vermiş olduğu krediler, krediyi veren banka, kredi verilen para birimi veya kredi kullanan açısından üç boyutta farklılaşabilir. Bu boyutlardan herhangi biri açısından yabancılık söz konusu ise kredi uluslararası nitelik kazanır. Tablo 1’de ticari banka kredilerinin uluslararası olarak değerlendirilmesine neden olabilecek boyutlar özetlenmiştir.

Tablo 1’de görüldüğü gibi olası dört farklı şekilde ticari banka kredisi uluslararası nitelik kazanabilmektedir. Türkiye’deki bir yerli bankanın ulusal para cinsinden Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı bir firmaya kredi vermesi birinci duruma örnektir. Yurt dışında doğrudan yatırım yapmak için kaynak ihtiyacı olan bir yerli bir firmanın yerli bir bankadan dolar cinsinden kredi

kullanımı ikinci duruma örnektir. Benzer şekilde yurt içinde doğrudan yatırım yapmak isteyen yabancı bir firmanın yerli bir bankadan dolar cinsinden kredi kullanımı üçüncü duruma örnek olabilir. Son olarak ülke içinde faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle yerli bir firmanın faizlerin daha düşük olduğu bir ülkedeki bankadan kredi kullanımı dördüncü duruma örnek olarak verilebilir. İlk durumda kredi yerli bir banka tarafından yerel para birimi ile yabancılara verildiği için uluslararası bir nitelik kazanmaktadır. İki, üç ve dördüncü durumlar ise aslında euro-kredi piyasalarına örnektir.

Tablo 1. Ticari Banka Kredilerinin Uluslararasılaşması

Nu	Banka	Para Birimi	Krediyi Kullanan
1	Yerli	Yerli	Yabancı
2	Yerli	Yabancı	Yerli
3	Yerli	Yabancı	Yabancı
4	Yabancı	Yabancı	Yerli

Finansal küreselleşmenin artması uluslararası kredi ve mevduatların hacmini değiştirmektedir. Bu değişim az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için uluslararası piyasalara borçluluğun artması şeklinde kendini göstermekte ve uluslararası krediler ile mevduatlar arasındaki farkın açılmasına neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise kredi ve mevduatlar arasındaki fark genel olarak önemli bir düzeyde değildir.

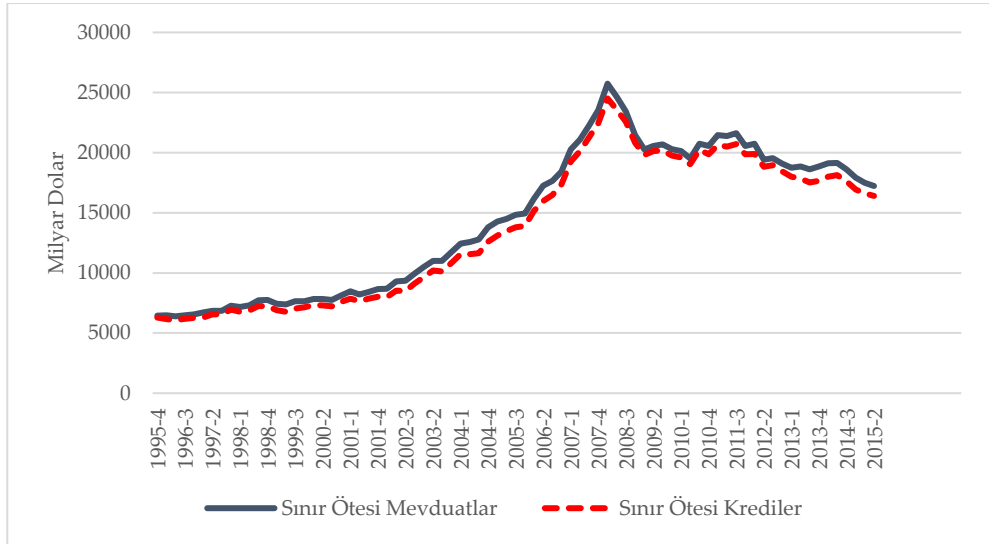
Uluslararası para ve finans sistemi içerisinde en büyük pay yüksek gelir grubundaki gelişmiş ülkelere aittir. Söz konusu bu ülkeler sahip oldukları finansal altyapı ve farklı yatırım araçları sayesinde uluslararası sisteme yön verme kabiliyetine sahiptir. Küresel konjonktürün pozitif seyrettiği yıllarda bu ülkeler dış dünyaya yüksek miktarda kredi vererek fon açığı olan ülke ve firmaları finanse etmektedir.

Grafik 1’de yüksek gelir düzeyindeki ülkelerin sınır ötesinden aldıkları banka kredisi (Cross-border loans from BIS reporting banks) ve sınır ötesindeki mevduatlarının (Cross-border deposits with BIS reporting Banks) gelişimi yıllar itibariyle gösterilmiştir. Görüldüğü gibi 2008 küresel finans krizine kadar olan süreçte bu ülkelerin vermiş oldukları kredilerde önemli bir artış yaşanmıştır. Ancak krizle birlikte hem sınır ötesi kredilerde hem de mevduatlarda

azalma gözlenmektedir. Grafik 1'e genel olarak bakıldığında sınır ötesi mevduatların incelenen dönem içinde kredilerin üzerinde seyrettiği görülmektedir ki yüksek gelir düzeyindeki bu ülkeler için beklenen bir durumdur.

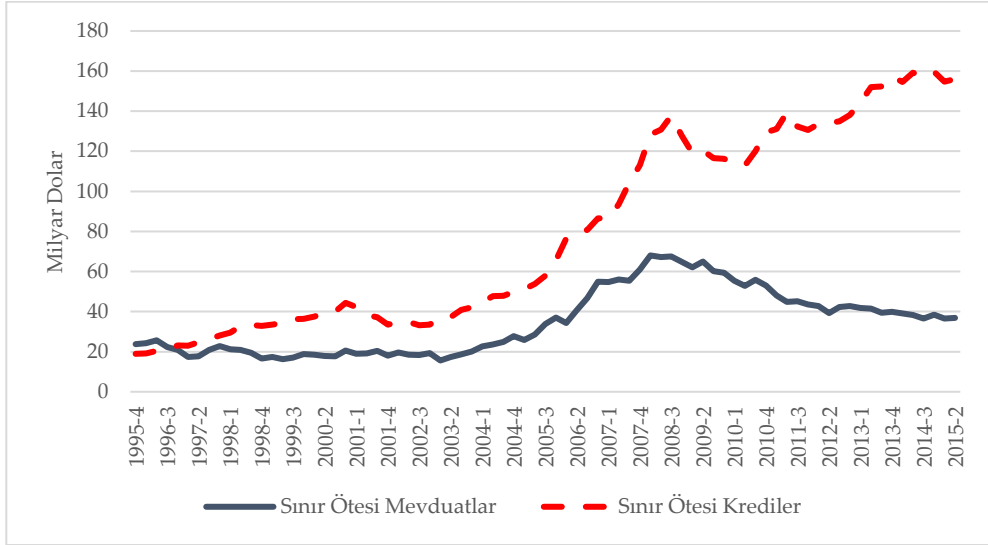
Yüksek gelir düzeyindeki ülkeler için sınır ötesi kredi ve mevduatların yıllar itibariyle birlikte hareket etmekte ve aradaki fark artma ya da azalma yönünde çok önemli bir değişim göstermemektedir. Türkiye için ise aynı şeyi söylemek pek mümkün değildir.

Grafik 2, 1989 tarihli 32 sayılı karar sonrası başlayan dışa açılma ve uluslararası piyasalara eklenme sürecinin sınır ötesi kredi ve mevduatların gelişimine etkisini çarpıcı şekilde göstermektedir. 90'lı yıllardan 2008 küresel krizine kadar olan dönemde sınır ötesi kredi ve mevduatların her ikisi de artarken aralarındaki farkında da giderek arttığı görülmektedir. Küresel kriz sonrası dönemde ise sınır ötesi mevduatlarında azalma başlamış ancak sınır ötesi kredileri artmaya devam etmiştir. Türkiye özelinde bu durum giderek daha çok sınır ötesi krediye ihtiyaç duyan bir ülke olmaya başladığı şeklinde yorumlanabilir ve bu durum sürdürülebilirlik tartışmalarını beraberinde getirmektedir.



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 1. Yüksek Gelir Düzeyindeki Ülkelerin Banka Kredisi Ve Mevduat Hacminin Gelişimi



Grafik 2. Türkiye'nin Sınır Ötesi Banka Kredisi Ve Mevduat Hacminin Gelişimi

Kaynak: Dünya Bankası

2.2. Finansman ve Hazine Bonoları

Bonolar senede dayalı borç almayı sağlayan finansal araçlardır. Bonoyu piyasaya sürenin özel sektör olması durumunda finansman bonusu, devlet olması durumunda hazine bonusu olarak isimlendirilir. Her ikisi de kısa vadeli borçlanma aracıdır ve ihtiyaç duyulan borç kadar piyasaya senet sürülür ve vade sonunda bir faiz ödenir. Firmaların ve devletin uluslararası para piyasalarından bu yolla fon bulabilmesi ancak uluslararası kredibilitelerinin yüksekliği ile mümkündür.

Hazine bonoları, para biriminin ve/veya bonoyu talep edenin yabancı olması durumunda uluslararası para piyasaları kapsamında değerlendirilir. Finansman bonoları ise piyasaya süren, para birimi ve/veya bonoyu talep edenin yabancı olması durumunda uluslararası para piyasası kapsamında değerlendirilir. Tablo 2'de finansman bonolarının uluslararası para piyasası kapsamında değerlendirilmesine neden olabilecek boyutlar özetlenmiştir.

Tablo 2'de görüldüğü gibi olası dört farklı şekilde finansman bonusu uluslararası nitelik kazanabilmektedir. İlk durumda yerli bir firmanın yerel

para birim ile piyasaya sürdüğü finansman bonoları yabancılar tarafından satın alındığı için uluslararası nitelik kazanırken iki, üç ve dördüncü durumlar aslında euro piyasalarda işlem gören finansman bonolarına (euronotes) örnektir.

Tablo 2. Finansman Bonolarının Uluslararasılaşması

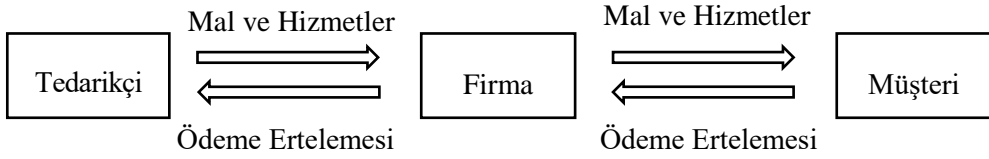
Nu	Piyasaya Süren	Para Birimi	Bonoyu Talep Eden
1	Yerli	Yerli	Yabancı
2	Yerli	Yabancı	Yerli
3	Yerli	Yabancı	Yabancı
4	Yabancı	Yabancı	Yerli

2.3. Ticari Krediler (Trade Credit)

Ticari kredi, özellikle finansal kriz dönemlerinde önem kazanan kısa vadeli finansal kaynaklardan biridir. Kriz dönemlerinde kredibilitesi zayıflayan firmaların bankalardan veya finansman bonosu aracılığıyla piyasadan fon bulması zorlaşır. Bu durumda iktisadi faaliyetini devam ettirebilmek için tedarikçilerinden kredili olarak mal alırlar. Bu tip kredilere ticari kredi adı verilmektedir.

Ticari kredileri diğer finansman araçlarından ayıran en önemli özellik senede değil güvene dayalı olmasıdır. Kriz dönemlerinin getirdiği belirsizlik ortamı, tedarikçiler haricindeki finansal kurumların kredi verme davranışını olumsuz etkileyecektir. Tedarikçiler ise müşterilerini diğer finansal kurumlara göre daha iyi tanıdıkları, müşterilerinin borç ödeme alışkanlıklarını daha iyi bildikleri için kredili mal satmaya devam edeceklerdir. Müşterileri ile uzun vadeli ilişkilerinin devam etmesinin isteyen tedarikçiler finansal piyasalarda darboğazların yaşandığı dönemlerde müşterilerine ticari kredi sağlayarak krizin derinleşmesine engel olacaklardır (Petersen ve Rajan, 1996).

Şekil 2’de ticari kredinin yapısı özetlenmeye çalışılmıştır. Görüldüğü gibi firmalar bir yandan tedarikçilerine olan ödemelerini erteleyerek dolaylı bir kredi kullanıma giderken diğer yandan müşterilerinden tahsilatlarını erteleyerek onlara kısa vadeli kredi sağlamaktadırlar.



Şekil 2. Ticari Kredinin Yapısı (Tsuruta, 2013)

Küreselleşme ile birlikte farklı ülkelerde faaliyet gösteren tedarikçi, firma ve müşterilerin varlığı ticari kredilerin uluslararası nitelik kazanmasında neden olmuştur. Başka bir ifadeyle tedarikçi, firma ve/veya müşterilerden birinin yabancı olması piyasaya uluslararası nitelik kazandırmaktadır. Uluslararası ticarete bankacılık sisteminin finansal araçlarının yanında menkul kıymete değil de güvene dayalı bir alternatif olarak ticari kredinin önemi her geçen gün artmaktadır.

3. Hisse Senedi Piyasaları

Sermaye piyasaları içinde yer alan hisse senetleri diğer finans kaynakları ile karşılaştırıldığında firma için faiz maliyetine katlanılmaması nedeniyle daha avantajlı bir finans aracıdır. Firmalar hisse senedi piyasaya sürerek sağladıkları fonları geri ödemek zorunda olmadıkları gibi herhangi bir faiz de ödemek zorunda değillerdir. Eğer kâr ederlerse kârlarından hissedarlarına hisseleri ölçüsünde bir pay verirler. Ancak firmaların bu yolla fon bulabilmesi için riski yüksek bu yatırım aracını satın alacak yatırımcılar riske girdikleri ölçüde büyük kazanç sağlayabilmelidir. Aksi takdirde hisse senedi almak yerine tahvil almayı tercih edeceklerdir.

Eğer spekülatif bir atak yoksa hisse senedinin değerinin yükselmesi veya düşmesi işletmenin yönetim başarısına yönelik sinyaller olarak kabul edilebilir. Karar vericiler bu sinyalleri dikkate alarak daha doğru yönetsel kararlar verebilir ve kaynakların etkin dağılımı sağlayabilirler. Ancak spekülatif bir atak söz konusu ise hisse senedi değerindeki yükselme ve düşmeler yönetsel başarı performansının değil sürü davranışının bir sonucu olarak gerçekleşecektir. Bu durumda sermaye piyasası kaynakların daha etkin kullanılacağı alanlara akışını sağlama fonksiyonunu yerine getiremeyecektir.

Tablo 3. Hisse Senedi Piyasasının Uluslararasılaşması

Nu	Hisse Senedini Piyasaya Süren	Borsa	Hisse Senedini Satın Alan
1	Yerli	Yerli	Yabancı
2	Yerli	Yabancı	Yerli
3	Yabancı	Yerli	Yabancı
4	Yabancı	Yerli	Yerli
5	Yabancı	Yabancı	Yerli
6	Yerli	Yabancı	Yabancı

Tablo 4. En yüksek piyasa değerine sahip menkul kıymet borsaları

	Borsa Adı	Ülkesi	Merkezi	Piyasa Değeri (Milyar Dolar)	Aylık İşlem Hacmi (Milyar Dolar)
1	New York	ABD	New York	19,223	1,520
2	NASDAQ	ABD	New York	6,831	1,183
3	Londra	İngiltere	London	6,187	165
4	Tokyo	Japonya	Tokyo	4,485	402
5	Shanghai	Çin	Shanghai	3,986	1,278
6	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	3,325	155
7	Euronext	Avrupa Birliği	Amsterdam Brüksel Lizbon Londra Paris	3,321	184
8	Shenzhen	Çin	Shenzhen	2,285	800
9	TMX	Kanada	Toronto	1,939	120
10	Deutsche Börse	Almanya	Frankfurt	1,762	142

Kaynak : Monthly reports, January 2015, World Federation of Exchanges

Tablo 3’de görüldüğü gibi olası altı farklı şekilde hisse senedi piyasası uluslararası nitelik kazanabilmektedir. Hisse senedini piyasaya sürenin, piyasaya sürüldüğü borsanın ve/veya hisse senedini satın alanın yabancı olması durumunda piyasa uluslararası nitelik kazanmaktadır.

Hisse senedi alım satımının yapıldığı dünyanın en büyük borsaları, bu borsaların piyasa değerleri ve aylık işlem hacimleri Tablo 4’de gösterilmiştir.

New York Borsası (NYSE), yine merkezi New York'da olan NASDAQ, Londra, Tokyo, Shanghai, Hong Kong borsaları dünyanın en büyük piyasa değerine sahip hisse senedi piyasalarındandır.

4. Tahvil Piyasaları

Uluslararası tahviller, bir şirket, hükümet ya da hükümet kuruluşunun yabancı bir ülkede o ülkenin para birimi üzerinden çıkarttığı uzun vadeli ve senede dayalı bir borçlanma aracıdır. Örneğin Türkiye'nin Almanya'da Euro cinsinden çıkaracağı tahviller bu kapsamda değerlendirilebilir. Yabancı tahvil de denilen bu tip tahviller bu noktada daha sonra açıklanacak olan euro-tahvillerden ayrılır. Çünkü euro-tahviller çıkartıldığı para biriminin ait olduğu ülke dışındaki ülkelerde piyasaya sürülürler. Ayrıca yine euro-tahvillerden farklı olarak yabancı tahviller çıkarıldıkları ülkenin kural ve düzenlemelerine uygun olarak piyasaya sürülürler. Yabancı tahviller çıkarıldıkları ülkeye göre farklı isimlerle anılırlar. Örneğin Amerika'da çıkarılan yabancı tahvillere Yankee tahvilleri denilirken, Japonya'da çıkarılanlara Samurai, İngiltere'de çıkarılan tahvillere ise Bulldog tahvilleri denilmektedir.

Fon ihtiyacı olan hükümetler ve firmalar yabancı piyasalarda tahvil çıkartarak borçlanmayı yaygın olarak kullanmaya başlamışlardır. Yabancı bir piyasada tahvil çıkartarak fon sağlamak her şeyden önce geri ödenmeme riskinden dolayı güvene dayalı bir işlemdir. 1960'lı yılların başına kadar bu kaynak sadece hükümet ve hükümet kuruluşlarına açıkken daha sonra Amerikan şirketleri ve onu izleyen diğer ülke yabancı şirketleri bu yolla finansmana başvurmaya başlamışlardır.

Bu piyasalarda alış ve satış işlemleri aracılar vasıtasıyla yapılmaktadır. Kredi sendikasyonu da denilen uluslararası finans kurumlarından veya bankalardan oluşan bir konsorsiyum, uluslararası piyasalara tahvil sürerek fon teminine aracılık eder. Uluslararası piyasalara yabancı tahvil sürmek isteyen hükümet veya firma konsorsiyumu kuracak olan kurum veya banka ile irtibata geçer ve hangi koşullarda fon talep ettiğini bildirir. İlgili kurum diğer bankalarla konsorsiyumu kurarak uluslararası piyasalara tahvil sürülmesi faaliyetini yürütür.

Araçlar tarafından tahsis edilen tahvillerin satışı ile ilgili iki farklı durum söz konusudur. Bunlardan ilki tam yüklenim yöntemi diğeri ise kısmi yüklenim ya da diğeri adıyla en iyi çabayı gösterme yöntemidir. Tam yüklenim yönteminde, konsorsiyumu oluşturan bankalar, tahvilleri satabilmek için gerekli olan çabayı gösterirler, satamadıkları tahvilleri ise kendileri satın almaktadırlar. Kısmi yüklenimde ise satılamayan tahvilleri satın alma gibi yükümlülükleri yoktur.

Yabancı piyasalarda tahvil piyasaya sürerek fon temini, fon açığı olan ekonomik birimlere maliyet avantajı sağladığı gibi ihtiyaç duydukları para biriminde fon bulmalarına da olanak sağlar. Ayrıca firmalar için uluslararası piyasalarda bilinirliklerini arttırma gibi bir faydası da bulunmaktadır.

5. Euro Piyasaları

Euro piyasaları bir ülkede yabancı ülke paraları üzerinden mevduat kabul edilmesi, kredi verilmesi, tahvil, hazine bonusu, finansman bonusu veya hisse senedi çıkarılmasına imkân veren piyasalardır. Avrupa Birliği'nin kullandığı para birimi olan Euro'nun alınıp satıldığı döviz piyasası anlamına gelmemektedir. Euro piyasaların tam olarak ne anlama geldiğini anlamak için tarihsel gelişimine bakmak gerekmektedir. II. Dünya savaşından sonra Avrupa'nın yeniden inşası için doğrudan yabancı sermaye girişinde anlamlı bir artış yaşanmıştır. Özellikle Amerikan sermayesinin bu yıllarda Avrupa'da yatırımlar yapması, Avrupa bankalarında dolar cinsinden mevduatların artmasına neden olmuştur.

Diğeri taraftan Amerika-Sovyetler Birliği arasındaki soğuk savaş nedeniyle sahip oldukları dolarları Amerika'da bulundurmamak istemeyen Rus yatırımcılar da dolar mevduatlarını Avrupa bankalarına yatırmışlardır. Söz konusu dönemde bir yandan Avrupa'daki dolar mevduatları artarken diğeri yandan artan ticaret hacmi nedeniyle dolar cinsinden kredi talebi de artmıştır. 1960'ların başında kendi dış ödeme açıklarını kapatma mücadelesi veren Amerika'nın, yurt dışına sermaye çıkışının engelleyici faiz eşitleme vergisi gibi önlemler alması New York piyasalarından umduğu kredileri imkânlarını bulamayan Amerikan şirketlerini Avrupa'daki bankalara yönlendirmiştir.

Bu piyasaların gelişmesinde İngiltere’de dolara bağlı mevduat faizlerinin Amerikan piyasasına göre daha uygun olmasının da büyük etkisi olmuştur. Bunun nedeni ise; bu mevduatların bankaların faaliyet gösterdikleri ülkelerin yasal zorunluluklarının yetki alanı dışında kalması yani iç piyasalarda zorunlu olan yasal zorunlulukların dış piyasalarda geçerliliğini yitirmesidir. O dönem için Avrupa’daki dolar piyasası anlamında “euro-dolar” piyasası olarak adlandırılan bu piyasa sonraki dönemlerde dünyanın dört bir yanına yayılmış, yabancı para birimi cinsinden finansal işlemlerin artması birlikte “euro-para”, “euro-kredi”, “euro-tahvil”, “euro hisse senedi” gibi isimlerle çeşitlenmiş ve genel olarak euro piyasalar olarak isimlendirilmiştir.

5.1. Euro-para Mevduat

Bir ticari bankanın başka bir ülkenin para birimi cinsinden kabul ettiği mevduatlara verilen euro-para mevduat denir. Dünyanın önemli merkezlerindeki büyük ticari bankalar euro-para mevduatı kabul ederler. Bu tür bankalara euro-bank adı verilir. Örneğin Japonya’da bir bankanın kabul ettiği dolar cinsinden mevduatlar ya da Amerika’da bir bankanın kabul ettiği Euro cinsi mevduatlar bu kapsamda değerlendirilir. Bu piyasalardaki müşteriler hane halkları olabilecekleri gibi şirketler veya devletler de olabilirler. Örneğin yurtdışında faaliyet gösteren çok uluslu şirketler kazançlarını bu piyasalarda faiz karşılığında değerlendirebilirler. Euro-bank piyasaları ihracat yapan firmalar içinde çok önemlidir. Firmalar ihracatları karşılığında elde ettikleri dövizleri bu bankalara yatırıp karşılığında faiz geliri elde etmektedirler.

Euro-banklar da ulusal bankalar gibi kendi aralarında para ticareti yaparlar. Ulusal bankaların kendi aralarında yapmış oldukları para ticaretine interbank denilirken aynı işlemler euro-banklar arasında olduğunda euro-para interbankı adı verilir. Euro-bankların uluslararası fonlar için bir cazibe merkezi olması ulusal yurtiçi tasarrufların ülke sınırlarının dışına kaçmasına istemeyen ülkelerin bu piyasalara eklenme sürecini hızlandırmıştır. Bu nedenle birçok ülke tasarruflarının dışarıya çıkmasını engellemek amacıyla yurt içindeki bankacılık sistemine esneklikler getiren düzenlemelere giderek yabancı para cinsinden mevduat hesapları açmayı kolaylaştırmıştır.

5.2. Euro-para Kredi Piyasaları

Bir ticari bankanın başka bir ülkenin para birimi cinsinden verdiği kredilere euro-para kredi adı verilir. Başka bir ifadeyle euro-banklar tarafından toplanan euro-para mevduatlar fon eksikliği olan ekonomik birimlere euro-para kredi olarak verilir. Euro-para piyasalardan borçlanmanın en yaygın şekli kredi kullanmak şeklinde olmaktadır. Ancak euro-para mevduatları gerçek kişiler de dahil olmak üzere herkesten kabul edilirken, euro-para krediler özel kurumlara, devletlere, uluslararası kuruluşlara ve büyük şirketlere verilmektedir.

Ulusal kredilerde olduğu gibi uluslararası verilen kredilerde de kredibilite büyük önem arz etmektedir. Kredibilitenin düşük olması durumunda fon eksikliği olan ekonomik birimler daha yüksek faiz ödemeye veya daha az bir kredi almaya razı olmak zorunda kalacaklardır. Kredibilitenin çok düşük olması durumunda hiç kredi alamamaları da mümkündür ki bu durumda ticari kredi gibi alternatif borçlanma yollarına başvurmaları gerekecektir.

Euro-para krediler için geçerli olacak faiz oranları genellikle Londra'da bankalararası mevduata ödenen LIBOR (London Interbank Offer Rate) faizine dayanır. Ancak bunun dışında Kuveyt (KIBOR), Singapur (SIBOR), Frankfurt (FIBOR) euro interbank faiz oranına dayanan krediler de vardır. 1999 yılında Avrupa Birliği'nin euroya geçmesi ile birlikte Avrupa Birliği'nde yeni bir faiz oranı olan EURİBOR (Euro Interbank Offered Rate) faiz oranları kullanılmaya başlanmıştır. Bu faiz oranları uluslararası para piyasalarındaki arz ve talebe göre değişir. Kredilere uygulanacak faiz oranları fon talep edenin kredibilitesine göre LIBOR faiz oranı üzerine eklenecek bir marj (örneğin LIBOR artı %1 gibi) ile belirlenmektedir. Kredibilite arttıkça marj azalmakta, kredibilite azaldıkça marj artmaktadır.

5.3. Euro-tahvil Piyasaları

Euro-tahvil (eurobond), devletin veya özel bir şirketin yabancı para cinsinden piyasaya sürmüş olduğu tahvillerdir. Bu tahviller daha çok uluslararası tam konvertibil para özelliğine sahip, Amerikan Doları, Euro, Japon Yeni gibi para birimleri üzerinden çıkarılmaktadır. Örneğin Türkiye'de devle-

tin dolar cinsinden çıkarttığı ve dünya piyasalarına sürdüğü tahviller bu kapsamdadır.

Bu piyasalar genelde uzun vadeli fon transferlerine olanak sağlar ve vadeler 5-30 yıl arasında değişebilir. Vadelerin uzun olmasından dolayı kuponlu olarak arz edilmektedir ve genellikle kuponlar sabit faizlidir ama değişken faiz uygulaması da görülebilmektedir. Kuponlu tahvil olması belirli dönem aralıklarında faiz ödemeleri yapılması anlamına gelmektedir. Türkiye örneğinde Dolar tahviller altı ayda bir, euro-tahviller yılda bir kupon ödemelidir.

Euro-tahviller, yurtiçindeki büyük şirketler, uluslararası ticaret yapan şirketler, devletler ve uluslararası kalkınma bankaları tarafından çıkarılabilmektedir. Euro-tahvil kredileri, euro-para kredilerinde olduğu gibi LIBOR faiz oranına bağlıdır. Bu tahviller kupon faizi ödemeleri sayesinde belirli aralıklarla gelir elde edilmesi, farklı vade tercihlerine olanak sağlaması, vergi avantajı sağlanabilecek farklı ülkelerde tahvil arzına imkan sağlaması gibi avantajlar sağlamaktadır.

Global tahviller euro-tahvillerin bir türüdür. Yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda aynı anda alınıp satılabilen tahviller. Örneğin İngiltere’de çıkan bir tahvil hem İngiltere’de hem de diğer birçok ülkede aynı anda satışa sunulabilir. Bu tahvil türünün çıkma nedenlerinden en önemlisi büyük fon gereksinimi duyan ihraççıların ihtiyacını karşılamak amaçlıdır. Bu tahvil türleri yatırımcı açısından küçük ek masraflar getirirse de buna rağmen tahvili çıkaran kuruma düşük maliyetle fon sağlama olanağı sağlamaktadır. Euro-tahvillerden farkı ise, global tahviller borsaya kayıtlı menkul değerlerdir.

Euro-tahviller daha önce açıklanan yabancı tahviller arasında bazı farklılıklar vardır. Euro-tahvil piyasasında yasal düzenlemeler gayet esnek iken, yabancı tahvil piyasasında yasal düzenlemeler daha serttir. Euro-tahviller tahvilin üzerinde yazılı para biriminin ait olduğu ülke dışındaki ülkelerde satılan tahvillerdir. Yabancı tahviller ise üzerinde yazılı para biriminin ait olduğu ülkelerde piyasaya sürülmektedir.

Sonuç ve Değerlendirme

Küreselleşme olgusu hayatın her alanına dokunduğu ve değiştirdiği gibi finansal sistemi, finansal araçları ve finansal akımları da değiştirmiştir. Artan finansal araç çeşitliliği piyasaların derinliğini artırmış finansal değişimler reel değişimlerinin önüne geçmeye başlamıştır.

Döviz piyasaları küreselleşme sonrası dış ticareti finanse etme amacının çok ötesine geçmiş, menkul kıymetler piyasalarında taahhütlerin alınıp satılmasına olanak sağlayan türev araçlar yaratmıştır. Aynı şekilde küreselleşme olgusu, fon fazlası ve fon eksikliği olanların bulunduğu kredi ve mevduat piyasalarında ulusal sınırların ötesindeki fonlara ulaşma imkânı sağlamıştır. Fon bulmak geçmişe nazaran daha kolay hale gelirken bulunan bu fonlar türü ve vadesi bakımından bir o kadar risk unsuru oluşturmaya başlamıştır. Fon akışlarındaki bu kolaylık nedeniyle finansal krizlerin bulaşma hızı ve etki büyüklüğü artmış, bir ülkedeki finansal kırılma tüm dünya ülkelerini ilgilendirir hale gelmiştir. Söz konusu bu bulaşıcılık durumu 2008 Küresel Finans Krizi ile herhangi bir ülkede meydana gelen bir problemin nasıl bütün dünyayı etkisi altına aldığını göstermesi bakımından önem arz etmektedir.

Bu kadar değişim ve gelişime rağmen değişmeyen sürekli tasarruf açığı veren ve sürekli diğer ülkelerin fonlarına ihtiyaç duyan ülkelerin var olmasıdır. Bu bakımdan ekonomik gelişme başta olmak üzere makro çapta rekabet edebilir bir konuma yükselmek için yerli kaynakların kullanımı oldukça önemlidir. Para ve sermaye piyasaları yardımıyla sağlanan dış finansmanlar bu bakımdan kısa ve orta vadede pozitif etkilere sahipken uzun dönemde söz konusu bu kaynaklara olan bağımlılık başta az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin krizlere açık bir yapıya sahip olmasına fırsat vermektedir.

Kaynakça

- Coşkun, M., (2010), Para ve Sermaye Piyasaları, Detay Yayınları, İstanbul.
- Doğukanlı, H., (2001), Uluslararası Finans, Nobel kitabevi, Adana.
- Günel, M., (2007), Para Banka ve Finansal Sistem, Yeni Dönem Yayınları, Ankara.
- Karluk, R., (2013), Uluslararası Ekonomi, Beta Yayınları, İstanbul.
- Kindleberger, C. P., (1970), Uluslararası İktisat, Doğan Kardeş Yayınları, İstanbul.
- Parasız, İ., (1985), Para, Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, İstanbul.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1996), "Trade Credit: Theories and Evidence" (No. w5602). National Bureau of Economic Research.
- Seyidoğlu, H., (2013), Uluslararası İktisat, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2013), Uluslararası Finans, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Tsuruta, D. (2013), "Credit contagion and trade credit: evidence from small business data in Japan", *Asian Economic Journal*, 27(4), 341-367.
- Ünsal, E., (2005), Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi, İmaj Yayıncılık, İstanbul.