

Sendikasyon Kredilerinin Rekabet İktisadı Açısından İncelenmesi – Bilgi Ekonomisi, Risk Yönetimi ve İş Birliği

Emin Köksal, Şahin Ardiyok*

Öz

Sendikasyon kredileri, verilecek kredi miktarının büyüklüğü ve alınacak risklerin yoğunluğu sebebiyle tek bir banka tarafından finanse edilemeyen çok taraflı kurumsal kredilerdir. Bu çalışma bilgi paylaşımına dayalı bir iş birliğinin bu tür kredi süreçlerindeki belirsizlik ve riske bağlı maliyetleri nasıl etkilendiğini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Çalışma boyunca özellikle cevaplanmaya çalışılan soru şudur: “Teşebbüslerin ancak ve ancak birlikte gerçekleştirebildikleri, aksi halde gerçekleşmesi mümkün olmayan, ekonomik aktiviteler için bilgi paylaşımı ve iş birliğine dair rekabet kuralları nasıl yorumlanmalıdır?” Bu çalışmanın ilgili iktisat ve finans literatürüne dayalı olarak çok taraflı kurumsal krediler özelinde bu soruya sunduğu cevap, bilgi paylaşımını da içeren iş birliği süreçlerinin iki taraflı kredi süreçlerindeki bilgi paylaşımından farklı bir şekilde değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

JEL Kodları: L40, G30

Anahtar Kelimeler: Sendikasyonu kredileri, rekabet, bilgi ekonomisi, risk yönetimi.

* E. Köksal: Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul, <https://orcid.org/0000-0003-4232-3193> (emin.koksal@eas.bau.edu.tr). Ş. Ardiyok: BASEAK Avukatlık Ortaklığı, İstanbul, <https://orcid.org/0000-0002-0303-8376> (sardiyok@baseak.com).

Analysis of Syndicated Loans from the Perspective of Competition Economics – Information Economics, Risk Management and Cooperation

Abstract

Syndicated loans are multilateral loans that a single bank cannot finance because of the magnitude and the intensity of the risks. This study analyzes how cooperation between banks based on information exchange affects the uncertainty and risk associated costs in a multilateral lending process. The main question to be answered during the study is “How the antitrust rules related to information exchange may be treated for the economic activities that may only be performed jointly?” The study tries to answer this question based on the relevant economics and finance literature. It concludes that information exchange in the multilateral lending process should be treated differently than bilateral lending.

JEL Codes: L40, G30

Keywords: Syndicated loans, antitrust, information economics, risk management

1. Giriş

Finansal sermayenin küresel bir boyut kazandığı günümüzde sendikasyon kredileri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki kamu ve özel teşebbüsler için önemli bir finansman yöntemi halini almıştır. Sendikasyon kredileri, talep edilen kredi miktarının büyüklüğü ve buna bağlı olarak alınacak risklerin yoğunluğu sebebiyle tek bir banka tarafından finanse edilemeyen, ancak ve ancak birden çok bankanın katılımıyla gerçekleştirilebilen çok taraflı kurumsal kredi yapılanmalarına verilen genel bir isimdir. Bu çalışma boyunca da bu anlamda kullanılacaktır.

Sendikasyon yapılanmasında etkinsizlik yaratan unsurların temelinde belirsizlik ve aksak bilgi gibi bilgi ekonomisi sorunları yer almaktadır. Bunlar gerek sendikasyon yapılanmasına katılımı gerekse bu süreçte ortaya çıkan maliyetleri olumsuz yönde etkilemektedir. Çalışmanın genel amacı sendikasyon kredileri süreçlerini rekabet iktisadi açısından incelemek olsa da asıl gayesi, sendikasyon yapılanmaları süreçlerindeki aksak bilgi ve belirsizlik sorunlarının yarattığı maliyetlerin bilgi paylaşımına dayalı iş birliğinden nasıl etkilendiğini ortaya koymaktır.

Rakipler arasındaki bilgi asimetrisinin ve buna dayalı belirsizliğin rekabet artışına katkıda bulunduğu genel kabul gören ve uygulanan rekabet politikalarına da yön veren bir olgudur. Rakipler arasındaki belirsizliğin bilgi paylaşımı yoluyla ortadan kaldırılması ise, rakiplerin birbirleriyle yarışma motivasyonunu düşürerek rekabet düzeyini azaltan, bu yolla da hem uzun hem de kısa vadede toplum refahını olumsuz etkileyen bir durumdur. Bu nedendir ki rekabet politikasının bir aracı olan rekabet hukuku kuralları bu tür eylemleri yasaklamaktadır.

Peki, teşebbüslerin ancak ve ancak birlikte gerçekleştirebildikleri, aksi halde ortaya çıkması mümkün olmayan etkinliği artırıcı ekonomik aktiviteler söz konusu olduğunda da yine aynı kurallar geçerli midir? Söz konusu ekonomik aktiviteyi birlikte gerçekleştiren teşebbüsler rakip olarak mı değerlendirilmelidir? Bu tür ekonomik aktivitelerin toplumsal açıdan arzu edilen düzeyde sunulabilmesi ancak teşebbüsler arasındaki bilgi asimetrisinin giderilmesi ile mümkün olabiliyorsa bu konularda yapılacak bir iş birliği yine aynı kurallara mı tabi olmalıdır? İşte bu çalışma sendikasyon kredileri özelinde bu soruları ilgili bilimsel literatürdeki teorik ve ampirik kanıtlardan yola çıkarak rekabet iktisadi açısından cevaplamaktadır.

Çalışmada ulaşılan sonuçlar, uygulanacak rekabet hukuku kuralları bakımından, kulüp kredilerini de kapsayan çok taraflı kurumsal krediler niteliğindeki sendikasyon kredilerinin diğer bankacılık faaliyetlerinden farklı dinamiklere sahip olduğunu ve farklı bir bakış açısıyla değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Özellikle risk paylaşımı ve bilgi aktarımı süreçlerindeki etkileşimin bu farklılıkların temelini oluşturduğu anlaşılmaktadır. Bankaların bir araya gelerek gerçekleştirilebileceği ve

sonuçları itibariyle de ortak bir menfaati/zararı paylaşacakları bir yapılanmanın ancak riskleri paylaşarak gerçekleşebileceği, bu risk paylaşımı sürecinin de bankaların kredi verecekleri firma hakkında sahip oldukları bilgiler ekseninde şekillendiği görülmektedir. Bu kapsamda, çalışmanın bir diğer sonucu olarak da sendikasyonu oluşturacak bankalar arasında temeli bilgi paylaşımına dayanan bir iş birliğinin etkinlik artırıcı bir kazanım olduğu ortaya çıkmaktadır.

Üç ana bölümden oluşan bu çalışmanın takip eden bölümünde, belirsizlik ve asimetrik bilgi problemlerine dair temel kavramlar sendikasyon kredileri süreçleri de dikkate alınarak incelenmiştir. Üçüncü bölümde, öncelikle risk ve belirsizliğe dair temel kavram ve ölçütler sunulup, banka gibi finansal kurumların temel işlevlerinden biri olan risk yönetimi ve bu sürece dair araçlar ele alınmıştır. Bu bölümde özellikle sendikasyon yapılanmalarındaki risk yönetimi süreçlerinin diğer bankacılık faaliyetlerindeki süreçlerle farklılıkları vurgulanmıştır. Dördüncü bölümde sendikasyon yapılanmasının temelini oluşturan risk paylaşımını hedefleyen iş birliği motivasyonları incelenmiş, teorik ve ampirik kanıtlarıyla bilgi paylaşımına dair iş birliğinin etkileri ele alınmıştır. Ayrıca bu bölümün sonunda bilgi paylaşımına dair iş birliğinin rekabet iktisadı açısından da bir değerlendirilmesi yapılmıştır. Sonuç bölümünde ise, çalışma boyunca elde edilen çıkarımlar özetlenmiştir.

2. Bilgi Ekonomisi ve Sendikasyon Kredileri

2.1. Temel Bilgi Ekonomisi Sorunları ve Bankacılık

Ana akım iktisattaki birçok teori ve model, karar alıcılar arasında tam bilginin varlığını varsayan analizlere dayalıdır. Bu ekonomik birimler için herhangi bir belirsizlik veya bilgi eksikliği söz konusu değildir. Bu durumun bir sonucu olarak da kaynaklar etkin bir şekilde dağılmaktadır. Oysa, gerçek dünya bu model ve teorilerin varsaydığından çok daha karmaşıktır ve bilgi konusundaki aksaklıklar ile doludur. Ekonomik birimler için tam bilginin yerini aksak bilgiye bırakması ise aldıkları optimal olmayan kararlar sebebiyle kaynakların etkin bir şekilde dağılmasını engeller (Stiglitz, 2000).

2.1.1. Temel Bilgi Ekonomisi Sorunları

Aksak bilgi, bilginin karar alıcılar arasında farklı şekilde dağılmasından ileri gelir. Bu sebeple de çoğu zaman bunu ifade edecek bir biçimde “asimetrik bilgi” şeklinde adlandırılır. Asimetrik bilgi, ekonomik faaliyet içerisinde bulunan iki taraftan birinin faaliyetin şekli ya da objesi konusunda diğer tarafa göre daha az ya da daha çok bilmesinden ileri gelir. Bu durumunun ortaya çıkardığı belirsizlik de kaynakların etkin dağılımını engeller. Bunun temel nedeni de görece olarak daha az bilgiye sahibi karar

alıcının piyasaya katılmaması ya da bu katılımını sınırlı tutmasından kaynaklanır (Akerlof, 1970).

Çeşitli şekillerde ortaya çıkabilecek bu türden bir sonucu tüketiciler açısından irdelersek, tüketicilerin yeni ürünleri denemek konusunda pek de istekli olmadıkları, bunun temel nedeninin de özellikle tecrübe ürünlerinde¹ tüketicilerin ürünün kalitesi konusundaki bilgi eksikliği olduğu görülmektedir. Ürünü üreten firmanın kalite konusunda tam bilgiye, tüketicilerin ise eksik bilgiye sahip olmasının yarattığı asimetrik bilgi sorunu piyasadaki aktiviteleri sınırlayıcı bir rol oynamaktadır. Söz konusu bilgi asimetrisinin çok yüksek olması tüketicilerin ürünü hiç talep etmeme durumunu bile yaratabilecektir. Bu da piyasaya katılım anlamında bir etkisizliğe işaret edecektir.

Bilgi asimetrisinin piyasalardaki etkisini daha sistematik bir açıdan ele alabilmek için bilgi asimetrisinin neye dair olduğunu da açıklığa kavuşturmak gerekir. Bu amaçla asimetrinin ürünün ya da hizmetin gözlemlenemeyen niteliklerinden mi, yoksa taraflarından birinin gözlemlenemeyen davranışlarından mı kaynaklandığını ayırtmak gerekir. Pratikte çoğu zaman bu ayrımı yapmak zor da olsa, bu tür bir sınıflandırma ortaya çıkan etkisizlikleri incelemek açısından oldukça önemlidir.

Ters seçim (*adverse selection*) olarak nitelendirilen sorun, gözlemlenemeyen niteliklerinden kaynaklanan bir tür etkisizliğe işaret etmektedir. Örnek vermek gerekirse, ikinci el otomobil piyasasında otomobillerin niteliklerine dair birçok unsur doğru bir şekilde gözlemlenemez. Bu sebeple görece iyi niteliklere sahip ikinci el otomobiller ile daha kötü niteliklere sahip otomobilleri piyasadaki alıcıların ayırt etmesi mümkün olmaz. Bu nedenle de pazardaki tüm otomobiller ortalama kaliteye ya da niteliklere sahip otomobillere göre fiyatlanır. Bu durumun doğal sonucu olarak da ortalamanın üzerinde iyi nitelikteki otomobillerin pazardan kısmen çekildiği bir durum, yani ters seçim durumu ortaya çıkar ve pazarda çoğunlukla görünmeyen kusurları olan otomobiller satılır (Akerlof, 1970).

Öte yandan, ahlaki riziko (*moral hazard*) olarak nitelendirilen sorun ise, taraflardan birinin menfaatine diğerinin zararına yol açan gözlemlenemeyen eylemlerden kaynaklanır (Holmström, 1979). Sigorta satın alan bireylerin sigorta kapsamında yer alan hasarları önlemek için yeterince çaba sarf etmemesi bu durumun en tipik örneğidir. Bu tür durumlarda sigorta şirketi, sigorta ettirenin yeterince çaba sarf edip etmediğini gözlemleyemediğinden ortaya çıkan hasarı karşılamak durumundadır. Etik açıdan da

¹ Tecrübe ürünleri satın alınmadan ve kullanmadan önce kalitesi büyük oranda anlaşılabilen ancak kullanıldıktan hemen sonra anlaşılabilen ürünlerdir. Bir diğer kategori olan “itimat ürünleri” ise, kalitesi satın alınmasından ve kullanılmasından çok daha sonra anlaşılabilen ürünlerdir. Buna karşın “arama ürünleri” satın alınmadan ve kullanmadan önce kalitesi hakkında büyük oranda bilgi sahibi olunabilen ürünleri temsil eder (Nelson, 1970).

problemlili olan bu tür eylemlerin yol açtığı sorunlara bu sebeple ahlaki riziko denilmektedir.

2.1.2. Bankacılıkta Bilgi Ekonomisi Sorunları

Genel ve tanımlayıcı nitelikteki bu açıklamaların ardından bankacılık ve finans piyasalarına dönersek, asimetrik bilginin bankacılık faaliyetlerinin temelini oluşturduğunu görürüz. Makro iktisadi bir bakış açısıyla, bankacılık ve finans sisteminin toplumdaki tasarrufların yatırımlara dönüştüren bir yapı olduğunu tanımlamak yanlış olmayacaktır. Bu yapının varlığının temel nedeni, bireylerin tasarruflarını yatırım ihtiyacı için kullanacak firmalara doğrudan sağlayamamasıdır. Zira, bireylerin firmalar konusundaki bilgi eksikliği onları tasarruflarını doğrudan firmalara vermekten alıkoyacaktır. Bankalar ise, bu işin dolaylı bir yol ile gerçekleşmesini, yani bireylerin bilgi asimetrisi sebebiyle doğrudan aktarmadığı fonları dolaylı olarak firmalara aktaracaktır.

Fakat, bankaların varlığı bilgi asimetrisi problemini tamamen ortadan kaldırmaz. Aksine, bireylerin karşı karşıya olduğu bilgi asimetrisi problemlerinin benzeri, yoğunluğu düşük olmakla birlikte, bankalar için de geçerlidir. Daha önce tanımladığımız ters seçim sorunu, bankaların da karşı karşıya olduğu bir problemdir. Bankalardan kredi talebinde bulunanların yüksek riskli olma potansiyeli her zaman mümkündür. Ya da bir kredi verildikten sonra firmanın bu fonu daha riskli yatırımlara yönlendirmesi, firmanın kredi sonrası gözlemlenemeyen eylemlerinin sonucunda ortaya çıkabilecek bir ahlaki riziko sorunudur. Dahası, firmaların ödünç aldıkları fonları bankaların riskini arttıran bir şekilde yeniden yönlendirmesi bankaların bu krediler ile ne yapıldığını izlemesine dair ek maliyetler de (*monitoring cost*) doğuracaktır (Bebczuk, 2003). Bu anlamda, bankaların temel işlevlerinden birinin de asimetrik bilgi problemlerinden kaynaklanan riskleri yönetmek olduğu söylenebilecektir (Vanhoose, 2009, Bölüm 2).

Görüldüğü üzere, asimetrik bilgidan kaynaklanan sorunların varlığı, iktisadi etkinlikten uzaklaştırıcı bir etki yaratmaktadır. Ekonomik faaliyetlerin birçoğunda karşımıza çıkan bu tür bilgi problemleri, bankacılık ve finans sektöründe de sıklıkla görülmektedir. Belli başlı bilgi ekonomisi sorunlarının ortaya koyulduğu ve bunların bankacılık açısından ele alındığı bu alt bölümü takiben, bir sonraki alt bölümde, asimetrik bilgi sorunları ve bunların iki taraflı (*bilateral*) krediler özelindeki etkileri tartışılacaktır.

2.2. İki Taraflı Krediler ve Bilgi Ekonomisi Sorunları

Bu bölümde bilgi ekonomisine dair temel problemlerden yola çıkarak, iki taraflı krediler için bu sorunların nasıl şekil aldığını tartışacağız. İlk olarak gözlemlenemeyen

niteliklere, ardından da gözlemlenemeyen eylemlere dair asimetrik bilginin sonuçları kredi pazarı özelinde incelenecektir.

2.2.1. Kredi Öncesi Süreçlerdeki Asimetrik Bilgi Sorunları

Hipotetik bir örnek çerçevesinde tartışmak amacıyla kredi pazarında eşit miktarda ve eşit vadede krediye ihtiyacı olan iki tip girişimci olduğu düşünelim. 1. Tip girişimcinin elde edeceği 100 TL'lik kredi ile yapacağı yatırım sonucu 115 TL'lik bir geri dönüş beklentisi olduğunu; 2. Tip girişimcinin ise yine aynı miktardaki kredi ile daha riskli bir yatırım sonucu 130 TL'lik bir geri dönüş beklentisinin olduğunu düşünelim. Örneği daha anlaşılır kılmak için de 1. Tip girişimciyi "risksiz", 2. Tip girişimciyi ise "riskli" girişimciler olarak adlandıralım.

Genelde bu tür durumlarda, kredi almaya çalışan girişimcilerin söz konusu getirilerin gerçekleşme olasılıkları konusunda, kredi verecek bankalara kıyasla daha çok bilgiye sahip olmasından kaynaklanan asimetrik bilgi sorunları söz konusudur. Ancak bankalar gerek geçmiş tecrübeleri gerekse daha önceki yatırım gerçekleştirmeleri sebebiyle borç alanların genelini (riskli + risksiz) toplam dağılımı konusunda bilgi sahibidirler. Doğal olarak da riskli girişimci yerine risksiz girişimciye kredi vermek isterler. Ancak yeterince bilgi sahibi olmadıkları için de bu ayrımı yapamayıp ters seçim problemi ile karşı karşıya kalırlar.

Girişimciler kendilerine verilecek krediye dair faiz oranına göre kredi pazarında talep eden olup olamamaya karar verirler. Somut olarak belirtmek gerekirse, risksiz girişimci faiz oranı %15'in altındayken bankadan kredi talep eder pozisyondayken, riskli girişimci %25 faiz oranına kadar kredi pazarında var olabilecektir. Bu durumda bankaların uygulayacağı faiz oranı bir seçim aracı işlevi görmektedir.

Yalnız burada dikkat çekilmesi gereken nokta, bankaların verdikleri krediler için faiz oranını yükseltmesinin iki karşıt etkiye sahip olmasıdır. İlki, bankaların verdikleri krediler için faiz oranını yükselterek başarılı projelerden daha çok getiri elde etmesine dair pozitif etkidir. İkincisi ise, faizlerin yükselmesiyle daha riskli tipteki girişimcilere kredi verilmesine dair negatif etkidir (Hillier ve Ibrahimo, 1992). Bu negatif etki, faiz oranlarının artması sebebiyle risksiz girişimcilerin talebinin azalması ve daha çok riskli girişimcilerin kredi pazarında talep eden olması şeklinde gerçekleşecektir. Ortaya çıkan bu ters seçim sorununun kaynağına bakıldığında ise, bilgi asimetrisi sebebiyle bankaların girişimci tipleri arasında ayrım yapamamasının yattığı görülmektedir.

Bankaların içinde bulunduğu bu bilgi asimetrisi durumu bilginin tam olduğu durumun aksine, risksiz girişimcilerin daha çok, riskli girişimcilerin ise daha az faiz maliyeti ile karşılaştığı bir duruma işaret etmektedir. Bu da risksiz girişimcileri görece daha az maliyetli finansman yöntemleri aramaya itmektedir. Her ne kadar burada tartışılmayacak olsa da bankaların risklerini azaltmak amacıyla bu bilgi asimetrisinin

üstesinden gelecek yöntemler uyguladığını belirtmek gerekir. Bunların başında da finansal kuruluşların ortak bir platform vasıtasıyla müşterilerinin bazı kredi bilgilerinin paylaşılması uygulaması gelir. Örneğin Türkiye Bankalar Birliği nezdinde, bankaların müşterilerinin risk bilgilerini toplamak ve bu bilgilerin bankalarla paylaşılmasını sağlamak üzere Risk Merkezi kurulmuştur.² Bu merkez sayesinde bankaların müşterilerine ait risk bilgileri belli koşullar altında paylaşılarak bilgi asimetrisinin bir miktar giderilmesi ve bu yolla etkinsizliğin kısmen de olsa ortadan kaldırılması mümkün olabilmektedir.

2.2.2. Kredi Sonrası Süreçlerdeki Asimetrik Bilgi Sorunları

Bir diğer bilgi asimetrisi sorunu ise, kredi verilmesi sonrasında girişimcilerin farklı yatırım seçeneklerinden birini seçebildiği fakat bankanın girişimcilerin bu seçimlerini gözlemleyemediği durumdan kaynaklanmaktadır. Yine hipotetik bir örnek üzerinden gitmek gerekirse, girişimcilerin 100 TL borçlanarak 120 TL getirisi olan risksiz bir yatırım ile, getirisi 130 TL ancak görece olarak daha riskli olan başka bir yatırım olanağı ile karşı karşıya olduğunu düşünelim. Toplamda, kaynakların tümünün risksiz yatırıma yönlendirilmesinin hem borç veren açısından hem de kaynakların etkin kullanımı bakımından daha iyi bir durum yarattığını varsayalım. Burada sorun girişimcilerin nasıl risksiz olan yatırıma yönlendirileceğidir.

Asil-vekil (*principal-agent*) problemi olarak da adlandırılan ve bankanın asil, kredi alan girişimin ise vekil olduğu bu durumda banka, girişimcilerin gözlemleyemedikleri eylemlerini kendi menfaati açısından risksiz yatırımlara yönlendirecek özendirici bir mekanizma yaratma problemiyle karşı karşıyadır (Besanko ve Kanatas, 1993). Burada bankanın kredi için uyguladığı faiz oranı, yukarıda bahsedilen seçim işlemindekine benzer bir rol oynarken, bu sefer girişimcileri seçme amacıyla değil onların eylemlerini yönlendirme amacıyla kullanılmaktadır. Sadece girişimcilerin bildiği belli bir faiz oranı onları risksiz yatırıma yönlendirirken, bu faiz oranının üstünde bir oranın uygulanması ise girişimcileri daha riskli olan yatırıma yönlendirmektedir. Daha önceki tanımlamalarımız hatırlandığında ahlaki riziko olarak nitelendirilebilecek bu durum, faiz oranlarının yükselmesiyle girişimcilerin kendilerinin lehine fakat bankaların aleyhine bir seçim yapmalarından kaynaklanmaktadır.

² Resmî Gazete'nin 25 Şubat 2011 tarih, 27857(mükerrer) sayılı nüshasında yayımlanan 6111 sayılı Kanun ile 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'na Ek Madde 1 ve Geçici Madde 28 ilave edilmiştir. Ek Madde 1 ile Türkiye Bankalar Birliği nezdinde, kredi kuruluşları ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nca uygun görülecek finansal kuruluşların müşterilerinin risk bilgilerini toplamak ve söz konusu bilgileri bu kuruluşlar ile gerçek veya tüzel kişilerin kendileriyle ya da onay vermeleri koşuluyla özel hukuk tüzel kişileri ve üçüncü gerçek kişileri ile de paylaşılmasını sağlamak üzere Risk Merkezi kurulmuştur. Bkz. Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi. Erişim tarihi 15 Aralık 2016, <https://www.riskmerkezi.org/tr> .

Ters seçim sorunu ile kıyaslandığında, bankanın karşılaştığı ahlaki riziko sorunu girişimcilerin nitelikleri açısından yaşanan bilgi asimetrisi sorunundan ziyade girişimcilerin hangi tür yatırıma yöneleceklerine dair eylemleri ile ilgili bilgi eksikliğinden kaynaklanmaktadır. İktisadi anlamda etkisizlik ise, riskleri hesaba katıldığında aynı kaynaklarla daha yüksek beklenen getirisi olan risksiz yatırımların tercih edilmiyor olmasıdır. Takip eden bölümde bu sorunlar sendikasyon kredileri çerçevesinde incelenecektir.

2.3. Sendikasyon Kredilerindeki Bilgi Ekonomisi Sorunları

Bankacılık ve finans kesiminde var olan ve çoğu bilgi asimetrisinden kaynaklanan bilgi problemleri, sendikasyon kredileri gibi çok taraflı finansal işlemler söz konusu olduğunda daha da karmaşık bir hal almaktadır. Bu alt bölüm önceki alt bölümlerin sunduğu temel kavramlar üzerinden sendikasyon kredileri sürecindeki asimetric bilgi sorunlarını ele alacaktır.

2.3.1. Genel Olarak Sendikasyon Kredileri ve Çeşitleri

En basit haliyle bankaların temel işlevinin, topladığı tasarrufları kredi verme yoluyla ekonomideki yatırımcılara aktarmak olduğunu belirtmiştik. Her ne kadar görece olarak küçük miktarlardaki krediler tek bir banka tarafından sağlanabiliyor olsa da yüksek miktarlardaki kredi ihtiyacı ancak birden fazla bankanın oluşturduğu ve sendikasyon olarak adlandırılan yapılanma ile sağlanabilmektedir. Sendikasyon yapılanması, kredi alanın birden fazla banka ile gireceği ikili anlaşmaları ve onlara dair işlem maliyetlerini ortadan kaldırarak tarafları tek bir sözleşme etrafında toplamaktadır (Wright ve Lockett, 2003).

Tipik bir sendikasyon yapılanmasında iki tür kredi veren vardır. İlki, aranjör olarak adlandırılan ve verilecek kredinin koşul ve şartlarını³ kredi alan ile görüşen bankadır. Aranjör daha sonra bu görüşmeler sonucunu varılan sonucu bir bilgi paketi şeklinde, kredi verenlerin ikinci türü olan katılımcı bankalar ile paylaşır. Temel motivasyonu portföyünü çeşitlendirme yoluyla risklerini paylaşmak olan katılımcı bankalar da bu motivasyonları ve risk iştahları doğrultusunda sendikasyona iştirak ederler. Ancak önemle belirtilmelidir ki, her sendikasyon yapılanmasında sendikasyonun yönetimi ve sendikasyona katılım anlamında aranjör ve katılımcı bankalar arasında belirgin bir ayırım olması gerekmez.

³ Sendikasyon kredilerinde fiyat LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate) gibi referans bir faiz oranı ve kredi alan firmanın riskine göre artan ve “marjin” olarak adlandırılan oranın da dahil olduğu bileşik bir indeksten oluşmaktadır.

Sendikasyon yapılanmaları farklı şekillerde karşımıza çıkabilir. Temelde, üç tür sendikasyon yapılanmasından bahsedebiliriz (Chaudhry ve Kleimeier, 2015).

- Bunlardan ilki, kredinin tamamı mali yönden garanti altına alınmış (*underwritten*) anlaşmalara dayalıdır. Burada aranjör(ler) sağlanacak kredi miktarının tamamını garanti eder ve daha sonra bunu katılımcı bankaların katkısı ile finanse ederler.
- İkincisi, aranjörün sağlanacak kredinin sadece bir kısmını garanti ettiği ve kredinin kalan kısmının katılımcı bankalar tarafından finanse edildiği sendikasyon türü olan en iyi çaba (*best effort*) ilkesine dayalı yapılanmadır.
- Üçüncüsü ise, finansman ihtiyaçları için borçlunun sendikasyon üyelerini kendisinin seçmesiyle oluşan ve aranjörlerin yapılanma ve organizasyon maliyetleri düşük olması sebebiyle tercih ettikleri “kulüp kredisi” olarak tabir edilen bir yapılanmadır.

2.3.2. Sendikasyon Kredilerinde Asimetrik Bilgi Sorunları

Önceki bölümde iki taraflı kredi işlemlerinde bilgiye dair sorunların ters seçim ve ahlaki riziko gibi sorunlar doğurduğunu belirtmiştik. Hatırlanacağı üzere, ters seçim kredi talep edenin saklı nitelikleri sebebiyle kredi sözleşmesi öncesi oluşan ve borç verenlerin bilgi eksikliğinden kaynaklanan bir sorundu. Ahlaki riziko ise, kredinin verilmesini takiben, krediyi alanın gözlemlenemeyen fiillerine dayalı ve kredi verenin bunu kontrol edememesinden kaynaklanan bir sorundu. İki taraflı kredilerdeki kredi alan-veren arasındaki ilişkisinin aksine, sendikasyon kredilerinde daha karmaşık bir ilişki yapısı söz konusudur. Kısaca belirtmek gerekirse, (1) kredi alan ve aranjör arasında, (2) kredi alan ve katılımcı bankalar arasında ve (3) aranjör ve katılımcı bankalar arasında olmak üzere üç ilişki türünden bahsedilebilir (Gadanecz, Kara ve Molyneux, 2012). Bu ilişkilerin her birinde de kendi çerçevesinde asimetrik bilgi ve buna dair sorunlar söz konusudur.

Sendikasyon kredilerindeki asimetrik bilgi sorunlarını iyi anlayabilmek için sendikasyon sürecinin safhalarını da dikkate almak gerekir. Zira, sendikasyonun her bir safhasında ortaya çıkan bilgi sorunları kendine has özellikler taşır. Kredi oluşturma (*origination*) ve kredi biçimlendirme (*formation*) olarak iki temel safhaya (Bretz, 2015) ek olarak, kredi sonrası (*post credit*) safhasını (Chaudhry ve Kleimeier, 2015) da eklemek bilgi problemlerini ortaya koymak için anlamlı olacaktır.

- Kredi oluşturma sürecinde kredi talep edenin aranjöre ve/veya teklif isteği (*request for proposal*) gönderilen diğer bankalara göre bilgi üstünlüğüne sahip olması sebebiyle potansiyel bir ters seçim sorunu söz konusudur. Bu sorunun, kredi talep edene ait kamuya açık bilgilerin sınırlı olması durumunda -örneğin borsaya kote bir şirket olmaması durumunda- daha da ciddi olacağı söylenebilir. Buna karşın, banka(lar) ile kredi talep eden firmanın önceki ilişkilerinin varlığı durumunda bilgi

asimetrisinin azalabileceği de söylenebilir. Fakat bu noktada bir başka bilgi asimetrisinden daha bahsetmek gerekir. Kendilerine teklif isteği gönderilen bankalar arasında daha önce kredi talep eden firma ile çalışmış olanlar diğer bankalara kıyasla bilgi üstünlüğüne sahip olacaklardır. 4. Bölümde tekrar değineceğimiz bu tür bir bilgi asimetrisinin varlığı ve ortaya çıkaracağı sonuçlar yürütülen soruşturma açısından da ayrı bir öneme sahiptir.

- Kredi şekillendirme süreci olarak nitelendirilen ikinci safhada ise, aranjör olarak belirlenen bankanın borçlu ile mutabakatta bulunduğu şart ve koşullarda oluşturulan bir bilgi paketi ile katılımcı bankalarla görüşme süreci söz konusudur. Bu süreçte aranjörün kredi talep eden firmanın niteliklerine dair bilgi üstünlüğü yine bir ters seçim sorununu karşımıza çıkarır. Zira katılımcı bankalar verilecek kredinin dinamikleri ve kredi alan firmanın nitelikleri konusunda aranjörün açıkladığı kadarıyla bilgi sahibidirler. Bu durum aranjöre sendikasyon yapılanması içerisinde kendi konumunu belirlemesi konusunda avantaj sağlar (Panyagometh ve Roberts, 2010).

- Sendikasyon oluşturulup kredi sözleşmesi imzalandıktan sonra, geri ödeme süresini kapsayan kredi sonrası safhadaki bilgi asimetrisi ise, kredi alan firmanın gözlemlenmeyen davranışlarından kaynaklanabilecek asil-vekil probleminde ve olası ahlaki riziko sorununa işaret eder. Burada her ne kadar aranjörün izleme maliyetlerine katıldığı varsayılsa da ahlaki riziko kredi verenler üzerinde potansiyel bir risk ve buna bağlı maliyetler yaratmaktadır (Miller, 2011). Ahlaki rizikonun olası maliyetleri kredi alanın yeterince gözlenmemesi durumunda ise daha da ciddi bir hal alır. Ayrıca, bir diğer ahlaki riziko sorunu da aranjörün kredi alan firmayı izlemek için yeterince çaba sarf etmemesi durumunda ortaya çıkabilir (Chaudhry ve Kleimeier, 2015). Bu durum özellikle aranjörün kredinin daha az bir kısmını finanse ettiği durumda daha da olasıdır.⁴

Toparlamak gerekirse, kredi alan ve veren arasındaki ilişkiye dayalı iki taraflı kredilerdeki asimetrik bilgi sorunlarının, sendikasyon kredileri süreçlerindeki ilişkilerde ilave sorunlara yol açtığı görülmektedir. Bu ilave sorunların da halihazırda iktisadi etkisizlik kaynağı olan asimetrik bilgi sorunlarını çok boyutlu bir hale getirdiği anlaşılmaktadır.

Takip eden bölümde belirsizlik ve bilgi asimetrisi problemleri ile karşılaşan karar alıcıların nasıl davrandığı, bankaların bu tür süreçleri nasıl yönettiği ve sendikasyon yapılanmalarında bu tür problemlerin nasıl çözülebileceği ayrıntılı bir şekilde değerlendirilecektir.

⁴ Teorik bir model ile yapılan açıklama için bkz. Pichler ve Wilhelm (2001).

3. Asimetrik Bilgi ve Belirsizlik Altında Risk Yönetimi

3.1. Belirsizlik ve Risk Alma Davranışı

Birçok iktisadi karar tam bilgiden yoksun bir şekilde ve sonuçları hakkında kesin bir öngörü olmadan alınır. Etkisi ve getirisi zamana yayılan kararlarda ise bu bilinmezlik daha da artar. Dolayısıyla, birçok iktisadi kararın belirsizlik ve risk altında alındığını söylemek gerekir. Bu noktada belirsizlik ve risk kavramlarının her ne kadar birlikte kullanılsa da aynı şeyler olmadığını ifade etmek gerekir. Risk, birden çok olası sonuç için tahmin edilebilen olasılıklar ile ilgili bir kavramdır. Belirsizlik ise, olasılıkları bilinmeyen ya da tahmin edilemeyen sonuçlar ile ilgili bir kavramdır (Knight, 1921).

3.1.1. Belirsizlik ve Riske Dair Ölçütler

Belirsizliği temelde iki ana kategoride değerlendirebiliriz. İlki, farklı koşullar altında ortaya çıkabilecek alternatif sonuçların olasılığı konusunda herhangi bir varsayımın yapılmadığı, “tam bilinmezlik” durumudur. Diğeri ise, ortaya çıkabilecek sonuçlar için karar alıcıların sübjektif olasılık değerleri atfedebildiği “kısmi bilinmezlik” durumudur. Bu ikinci kategorinin sübjektif de olsa olasılıklar içermesi risk altında karar alma süreçlerine benzetilebilir. Fakat, atfedilen olasılıklar objektif analizlerden çok, karar alıcının kişisel birikimi ve deneyimlerine dayalı olduğu belirtilmelidir.

Belirsizliğin kısmen de olsa ölçülebilmesi amacıyla bazı istatistiki kavram ve araçlardan yararlanılabilir. Bunların başında da “ortalama” ve “varyans” kavramları gelir.⁵ Ortalama, bir değişkenin alabileceği değerleri olasılıkları ölçüsünde dikkate alarak hesaplanan beklenen değeri ifade eder. Daha teknik bir deyişle, rastsal bir değişkenin olasılıklarına dayalı bir ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir. Bu yönüyle ortalama, ortaya çıkabilecek sonuçlar konusunda bir eğilimi ifade eder.

Varyans ise, olası sonuçların dağılımına dair bir risk ölçüsüdür. Olası durumların ortalamadan sapmalarının karelerinin olasılıklara bağlı ağırlıklı ortalamasıdır. Varyansın yüksek olması olası sonuçların dağılımının ortalamadan, yani beklenen değerden sapmasının büyük olduğunu ifade etmektedir. Varyansın daha rahat yorumlanabilir bir türevi olarak “standart sapma” da sık kullanılan bir diğer risk

⁵ Risk ölçütüne dair pek çok farklı kavramdan bahsedilebilir. Örneğin “nominal değer”, verilen kredinin tutarının bir risk ölçüsü olarak kullanılmasına işaret etmektedir. “Oynaklık”, ilerdeki paragraflarda bahsedilecek standart sapma ölçütünün özelleştirilmiş bir formu olarak karşımıza çıkmaktadır.

ölçüsüdür.⁶ Ortalaması/beklenen değeri aynı olan⁷ iki proje karşılaştırırken varyansı/standart sapması büyük olanın daha riskli bir proje olduğu söylenebilecektir.⁸

3.1.2. Belirsizlik Altında Davranış

Bir karar alıcının (firma, banka, birey, vb.) riskli bir projeye yatırım yapması o birimin risk algısına bağlıdır. Karar alıcıların riske yönelik tutumlarını temelde üç ana kategoride sınıflandırmak mümkündür. Hipotetik bir örnek yoluyla bu kategorileri somutlaştırmak iyi bir yol olacaktır. Bir karar vericinin önünde iki yatırım projesi alternatifi olduğunu düşünelim. Bu projelerden birinin yatırım döneminin sonunda kesin bir şekilde 100 TL getireceğini, diğer yatırım projesinin ise olasılıklar dahilinde hesaplanan ortalama değerinin 100 TL olduğunu düşünelim. Daha da somutlaştırmak için bu projelerden ilkinin mevduat gibi sabit bir faiz getirisine bağlı bir yatırım olduğunu, ikincisinin ise borsadaki hisse senetlerine bağlı daha dalgalı bir yatırım alternatifi olduğunu düşünelim.

Bu örnek çerçevesinde getirisi kesin olan mevduat yatırımını, beklenen değeri aynı olan borsa yatırımına tercih eden karar alıcının riskten kaçınan (*risk averse*) bir davranış sergilediğini söyleyebiliriz. Benzer şekilde, beklenen getirisi aynı olan fakat daha riskli olan borsa yatırımını, mevduat yatırımına tercih eden karar biriminin ise risk seven (*risk lover*) bir davranış sergilediğini söyleyebiliriz. Son olarak, bu iki yatırım alternatifi arasında kayıtsız kalan karar biriminin ise riske karşı nötr davrandığını söyleyebiliriz.

İktisadi karar birimleri, özellikle de bireyler, elde ettikleri paranın artmasıyla sağladıkları marjinal faydanın düşmesi sebebiyle genellikle riskten kaçınan davranışlar sergilerler. Fakat bu durumun her zaman geçerli olmadığını da belirtmek gerekir. Zira genelde riskten kaçınan davranış sergileyen bireylerin kaybedecekleri miktarın küçük olması durumunda, risk seven davranışlar sergilediği bilinmektedir. Maliyeti ile beklenen getiriyi kıyaslandığında riskli bir girişim gibi değerlendirilecek piyango bileti alma davranışı bunun tipik bir örneğidir (Varian, 2014, Bölüm 13).

Firmalardaki karar vericiler ise, daha çok eşdeğer sermaye yatırım projeleri arasında karar vermek durumundadırlar. Çoğu zamana yayılan ve bu sebeple de çeşitli belirsizlik ve riskler barındıran bu kararların alınmasında şimdiki değer analizleri kullanılan ortak araçlardan biridir. Karar vericiler algıladıkları riske de bağlı olarak gelecekteki getirenlerini riske göre ayarlanmış bir iskonto oranıyla indirgeyip alternatif yatırım olanakları ile karşılaştırma yaparlar. Algılanan risk ne kadar yüksekse bu iskonto

⁶ Standart sapma varyansın kare köküdür.

⁷ Ortalaması/beklenen değeri aynı olmayan alternatifler için varyasyon katsayısı hesaplanması gerekir. Bu çalışma çerçevesinde bu konuya değinilmeyecektir.

⁸ Belirsizlik, risk ve bilgi konusundaki entelektüel boyuttaki ilerlemeleri özetleyen bir çalışma için bkz. Hirshleifer ve Riley (1979).

oranına eklenen risk primi de o kadar artacak ve söz konusu yatırımın Őimdiki deęeri dűŐecektir.

Belirsizlik ve riske dair temel kavram ve araçların tanıtılmasının ardından, takip eden alt bölümde belirsizlik ve risk karşısında banka davranışları incelenecektir.

3.2. Bankacılık ve Risk Yönetimi

Riskin değerlendirilmesi, kontrol altında tutulması ve yönetilebilmesi banka gibi finansal kuruluşların temel faaliyetlerinden birini oluşturmaktadır. Bu alt bölümde genel olarak bankacılıktaki finansal riskler tanımlanacak, riskin değerlendirilmesi ve yönetilmesi konusunda temel bilgilerin verilmesine çalışılacaktır. Sendikasyon kredisi süreçlerindeki risklerin ve bu risklere dair etkilerin iyi anlaşılabilmesi için bu bölümdeki bilgiler elzem niteliktedir.⁹

3.2.1. Bankacılık ve Finansta Risk Kavramı

Genel olarak riski belirsizliğin olasılık atfedebildiğimiz bir alt kümesi olarak tanımlasak da finansta risk, bir yatırımın geri dönüşündeki kayıpların olasılığını ifade etmektedir. Daha açık bir ifadeyle finansta risk, kazançlar veya varlıklar üzerinde kayba sebep olabilecek belirsizlik ile ilişkilendirilmektedir. Risk yönetimi ise, bu risklerin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve yarattığı olası kayıpları kontrol altında tutma süreci olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada önemle belirtilmelidir ki, riskin kaynağı olan belirsizliğin tamamen ortadan kaldırılması mümkün değildir. Ancak, belirsizliğe maruz kalma durumu görel olarak kontrol edilebilir bir durumdur.

Finansal riskleri belirsizliğin kaynağına göre sınıflandırmak mümkündür. Bunlar kredi riski, piyasa riski, likidite riski ve faiz riski olarak sınıflandırılabilir. Burada her bir risk türü için ayrıntılı bir değerlendirme yapmak yerine hem örnek olması hem de konumuz açısından özel önem arz etmesi sebebiyle kredi riski ve likidite riski üzerinde durulacaktır.

- Kredi riski, kredi alanın yükümlülüklerini yerine getirememesi (*default*) ya da kredi itibarının (*credit standing*) kötüleşmesi sonucu ortaya çıkabilecek kayıplara dair riski ifade eder. Yükümlülükleri yerine getirememe riski, kredi alanın sözleşmesindeki şartlara uyamaması riskidir. Bu sebeple de kredi olarak verilen miktarın kısmen veya tamamen ödenememesi durumuna işaret etmektedir. Kredi itibarının kötüleşmesi ise kredi riski olasılığını arttıran bir durumdur. Bu durum kredi verilen miktarın muhasebe değerini etkilemese de iktisadi değerini düşüren bir etki yaratmaktadır. Kredi riski ile bağlantılı bir diğer risk de geri alma riskidir (*recovery*)

⁹ Bu alt bölümdeki temel kavram ve yöntemler için Bessis (2015)'in 1. Bölümünden yararlanılmıştır.

risk). Kredi yükümlülüklerinin yerine getirilememesi durumunda borcun geri alınamayacak kısmındaki belirsizliğe dair riski ifade eder.

- Likidite riski ise, ihtiyaç olduğunda nakit temin edememe riskidir. Bankalar genelde finansal varlıklarını satarak ya da borçlanarak nakit elde ederler. Bankaların nakit için borçlanamamaları ya da varlıklarını satamamaları durumu bu riski arttıran bir unsurdur.

Daha önce de belirtildiği gibi, risk yönetimi risklerin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve kontrol edilmesine dair bir dizi süreci ifade etmektedir. Ayrıca, bankacılık ve finans endüstrisi düzenlenen bir endüstri olması sebebiyle bazı risklerin yönetilmesine dair ayrıntılı düzenlemelere de tabidir. Ancak, etkili bir risk yönetiminin düzenlemelere uyum sağlamanın ötesine geçmesi gerekir. Bu anlamda risk yönetimine dair yapılacaklar kimin bu riski üstleneceği, bu risk süreçlerinin nasıl uygulanacağı gibi ayrıntılı süreçleri barındırmaktadır.

3.2.2. Bankacılıkta Risk Yönetimi Araçları

Risklerin belirlenmesi ve izlenmesi uygun risk modellerinin adapte edilip karar süreçlerinde kullanılmasını gerektirir. Risk modelleri sayesinde riskler nicelleştirilip karar alma süreçlerine girdi olarak sunulabilecek veriler elde edilir. Tabii bu noktada bankanın riske dair yaklaşımı ve politikası başlıca belirleyicidir. Alınacak riskin sınırı ve risk alma kararının delegasyonu bu yaklaşım ve politikanın başlıca unsurudur. Burada alınacak riskin limiti en basit haliyle belli iş kollarında ya da belli nitelikteki firmalara kredi vermeyi sınırlayan ve kredi portföyünün çeşitlendirmesini hedefleyen kısıtlamalardır. Riskin delegasyonu ise, risk yönetimi ile ilgili kararların etkinliğini sağlamak amaçlı yerleştirilmeye dayanmaktadır. Bu anlatılanları konumuz sınırları içerisinde kalarak, somutlaştırmak yerinde olacaktır. Bu amaçla bu kısımda sadece kredi riski çerçevesinde risk limiti ve delegasyonu uygulamalarına yer verilecektir.

Kredi riski limitini belirlemek için birçok farklı ölçümden yararlanılmaktadır. Bunların çoğu, maruz kalınan kredi riskine, kredi itibarına ve geri alma riskine dair parametreleri dikkate almaktadır. Kurumsallaşmış bir yaklaşımın ürünü olarak kredi limitleme sistemleri ortak birtakım parametreler üzerinden yürütülebilmektedir. Pratikte bankalar tarafından aşağıda birkaç başlık altında toparlanabilecek şekilde yaygın bir uygulamadan bahsetmek mümkündür. Bunlar

- taahhütlerin bireysel, kurumsal müşteriler ve bölgesel olarak çeşitlendirilmesi,
- borçlanma kapasitesinin üzerindeki firmalara kredi verilmesinden kaçınılması ve borç/özkaynak oranı gibi ödeme gücü göstergelerinin dikkate alınması,
- minimum çeşitlendirme oranının belirlenmesi ve tek bir firma, endüstri veya bölge bazındaki yoğunlaşmanın engellenmesi

şeklinde özetlenebilir.

Kredi delegasyonunda ise, riskin ve kredi miktarının büyüklüğüne göre karar vericilerin farklı seviyelerde belirlenmesi söz konusudur. Örneğin bireysel kredilerin hacminin küçük, fakat yarattığı işlem maliyetinin büyük olması sebebiyle belli kuralları içeren bir kılavuzun takip edilmesi şekilde delege edilmesi mümkündür. Ancak, daha büyük işlemler için kararlar kredi komitelerince alınabilmektedir. Bankanın farklı birimlerini bir araya getiren kredi komitelerinin risk analizi ve değerlendirmeleri sonucunda kredi onayının verilip verilmemesi söz konusudur. Kredi komitelerinin bir alternatifi olarak ise, farklı seviyelerdeki imza/onay süreçleri örnek gösterilebilir. Burada farklı birimlerden yöneticilerin bir araya gelmesinden çok, bir silsile çerçevesinde onay süreçleri söz konusudur.

Bankaların risk yönetimine dair bu açıklamaların ardından, takip eden alt bölümde bu süreçlerin sendikasyon kredilerin nasıl şekil aldığı tartışılacaktır.

3.3. Sendikasyon Kredilerinde Risk Yönetimi

Sendikasyon yapılanmalarındaki risk yönetimi süreçleri, her ne kadar bir önceki alt bölümde bahsettiğimiz bankacılıktaki konvansiyonel risk yönetimi süreçleri ile benzeşse de önemli farklılıklar barındırmaktadır. Bu alt bölümde sendikasyon kredileri bakımından öncelikle benzeşen süreçlere, ardından da farklılaşan yanlara değinilecektir.

3.3.1. Sendikasyon Kredilerinde Riskler

Sendikasyon yapılanmasındaki finansal kuruluşların maruz kalabilecekleri riskler genelde kredi riski ile ilintili olsa da borcun verilme tipine göre kredi riskinin yanında likidite riski ile de karşılaşılabilir. Zamana yayılmış fonlamalarda ya da daha teknik bir deyimle, döner nitelikli kredi anlaşmalarında (*revolving credit agreement*) veya uzun dönemli artan kredi anlaşmalarında (*long term committed loan agreement*), sendikasyon katılımcıları ve aranjörler borçlunun kredi riski yanında kredinin henüz verilmemiş miktarı için de likidite riski ile karşı karşıyadırlar.

Bir önceki alt bölümde aktarıldığı gibi, kredi riskinin temel parametreleri borçlunun yükümlülüklerini yerine getirememesi (*default*) ve geri alamama (*recovery*) riskidir. Bu riskleri değerlendirmek için de bankalar derecelendirme (*rating*), kredi istatistikleri ve sektörel trendler gibi temel göstergelere bakarak karar vermektedir.¹⁰

Borçlunun yükümlülüklerini yerine getireme riski, borçlunun finansal durumuna, bulunduğu sektöre, genel ekonomik koşullara ve yönetim etkinliğine bağlıdır. Bu

¹⁰ Sendikasyon kredilerindeki kredi riski süreçleri Miller (2011)'den kısmi olarak derlenmiştir.

parametreler birçok derecelendirme kuruluşu tarafından değerlendirilebilmektedir.¹¹ Bu derecelendirme kuruluşları yükümlüklerini yerine getirememe riski açısından firmaları “AAA” ile “CCC” arasında derecelendirmektedir. Tahmin edileceği gibi AAA riskin en düşük olduğu, CCC ise riskin yüksek olduğu firmaların notlarını göstermektedir.

Kredi istatistikleri kredi verenler için yükümlülüklerini yerine getirememe ve geri alamama riskinin tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Bu istatistikler borç/sermaye oranı, borç/EBITDA¹² oranı, EBITDA/faiz ödemeleri oranı, işletme sermayesi/sabit giderler oranı gibi temel kredi oranlarından oluşur. Bu oranların yorumları ve değerlendirilmesi sektörden sektöre farklılık gösterse de kredi verenler bu göstergeleri kredi alanın sunduğu ödeme planı ile uygunluğunu kontrol etmek amaçlı kullanırlar.

Sendikasyon kredilerini talep eden işletmeler çoğunlukla *blue-chip* olarak adlandırılan yurtiçi ve yurtdışında tanınan, finansal açıdan sağlam ve uzun yıllardır istikrarlı performans gösteren işletmeler olabilmektedir. Bu tür işletmelerin sahip oldukları kredi kalitesi ve itibar sayesinde de sendikasyon yapılanmaları sürecindeki belirsizlik düşmekte ve risk paylaşımı görece olarak kolaylaşmaktadır.

Kredi alanın hangi sektörde olduğu da risklerin değerlendirilmesinde diğer önemli faktördür. Genel ekonomik durum ve talep koşullarına göre hangi sektörlerin güçlü ve zayıf kalacağını tahmin etmek mümkündür. Özellikle belirsizliğin arttığı durumlarda tüketici ürünleri pazarlarına yapılan yatırımlar görece olarak daha istikrarlı bir akış sunarken, ekonomik genişleme dönemlerinde gayrimenkul, otomotiv gibi sektörlerin getirileri görece bir üstünlüğe sahiptir. Ayrıca genel trendlerin, internet, telekomünikasyon hizmetlerini de zaman zaman diğer sektörlerden daha güçlü bir şekilde desteklediği görülmektedir.

Bütün bunlara ilaveten, sendikasyon kredilerinin uluslararası niteliği sebebiyle ülke riski (*country risk*) de değerlendirmelerde dikkate alınan bir unsurdur. Sendikasyon kredileri gibi uluslararası boyutu olan kredilerde sadece firmanın kredi riski değil, bulunduğu ülkeden kaynaklanan riskler de göz önüne alınır. Ülke riski kredinin verildiği ülkedeki siyasi ve iktisadi risklerin yanında ve döviz kuruna dair belirsizliklerden kaynaklanır (Madura, 2011, Bölüm 16). Dolayısıyla, firmanın kredi ile ilgili yükümlülükleri sadece kendi performansına değil kontrolü dışındaki daha genel faktörlere de bağlıdır.

¹¹ Küresel ölçekte değerlendirme yapan derecelendirme kuruluşları olarak, Moody's, Standard ve Poor's ve Fitch Ratings sayılabilir.

¹² Türkçe’de bazen FAVÖK olarak da kısaltılan, Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar anlamına gelmektedir.

3.3.2. Bir Risk Yönetimi Aracı Olarak Risk Paylaşımı

Bütün bu sayılanların ötesinde, sendikasyon yapılanmalarındaki temel motivasyon risklerin çeşitlendirilmesi ve özellikle de risklerin paylaşılmasına dayanır.¹³ Her ne kadar risklerin çeşitlendirilmesine dair motivasyon iki taraflı krediler için de geçerli olsa da risklerin paylaşılması sendikasyon yapılanmalarına özgü bir durumdur. Farklı bankaların bir araya gelerek kredi talep eden firmayı birlikte fonlamaları riskin paylaşılmasına izin veren bir durum yaratmaktadır.

Bankanın ya da sendikasyon yapılanması içerisinde yer alan bir finansal kuruluşun verilen borcun miktarı ve sendikasyondaki rolü ölçüsünde riski paylaştığını söyleyebiliriz (Cai, 2010). Daha açık bir ifadeyle, sendikasyona dahil olan bir finansal kuruluş riski paylaşma seviyesini iki eksende belirlemektedir. Bunlardan ilki, finansal kuruluşun kredinin ne kadarını fonlayacağı ile ilgilidir. Yani, kredinin görel olarak daha büyük bir kısmını fonlaması demek riskin daha büyük bir kısmını üstlenmesi anlamına gelmektedir. İkinci eksen ise, söz konusu finansal kuruluşun sendikasyon yapılanmasındaki üstleneceği rol ile ilgilidir. Aranjör gibi, yapılanmada kilit bir role sahip olmakla sadece katılımcı bir banka olmak arasında üstlenilen riskler farklı boyutlardadır (Le, 2013). Dolayısıyla finansal kuruluşun bu iki eksendeki tercihleri, riskleri hangi seviyede paylaşacağına bir göstergesi niteliğindedir.

Öte yandan, sendikasyon yapılanmasında aranjörün hangi bankaları sendikasyon yapılanmasına davet edeceği de bir diğer risk yönetimi unsuru olarak düşünülebilir. Aranjörün buradaki motivasyonu kendi riskleri ile bağlantılı olmayan alacak portföylerine sahip bankaları katılımcı olarak seçerek sendikasyonun istikrarı açısından daha az riskli bir durum yaratmaktır (Gatev ve Strahan, 2009). Böylelikle, şok olarak nitelendirilebilecek beklenmeyen durumlarda farklı portföy yapılarına sahip bankaların varlığı özellikle döner nitelikli veya uzun dönemli kredi anlaşmalarında likidite riskini sınırlayacaktır.

Görüldüğü üzere, sendikasyon kredilerinde finansörlerin maruz kalabileceği riskler her ne kadar konvansiyonel kredilerdeki riskler ile benzerlikler sergilese de yönetim biçimi açısından belirgin farklılıklar göstermektedir. Riskin paylaşılması ve katılımcılar aracılığı ile riskin çeşitlendirilmesi bu farklılıkların en önemlileri olarak karşımıza çıkmaktadır. Takip eden bölümde temelde risk ve bilgi paylaşımına dair iş birliği süreçlerinin gerekliliği ve iktisadi etkinlik üzerindeki etkileri incelenecektir.

¹³ Bu konudaki teorik eserlerin ilk örneği için bkz. Wilson (1968).

4. Belirsizlik ve Bilgi Sorunları Karşısında İş Birliği

4.1. Kredi Verenlerin İş Birliği Yapma Konusundaki Motivasyonu

Bir kredi işleminin birden çok banka tarafından birlikte finanse ediliyor olmasının temel sebebi söz konusu kredi miktarın tek bir banka tarafından karşılanamıyor olması ya da bunun kabul edilebilir risk seviyesinin üzerinde bir risk barındırmasıdır. Dolayısıyla bu tür bir kredi finansmanının sağlanabilmesi bankaların iş birliği sayesinde gerçekleşebilir. Bu alt bölümde kısaca, bankaların sendikasyon yapılanmaları sürecinde iş birliği yapma motivasyonları ve bunun gerekliliği ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

Kredi talep eden bir firmanın talep ettiği borç miktarının büyüklüğü arttıkça ona kredi verebilecek bankanın aldığı riskler de artacaktır. Bunun temel sebebi finansal kuruluşun borç portföyündeki çeşitliliğin azalması ve maruz kalınan kredi riskinin yoğunlaşmış hale gelmesidir. Bu nedenle de sendikasyon yapılanmalarının varlık nedeni, belirsizlikten kaynaklanan risk ve maliyetlerin çok taraflı borç finansmanı sayesinde düşürülebilir olmasına dayanır (Wilson, 1968). Bu yönüyle sendikasyon yapılanmaları belirsizlik ve risklere karşı ortaya çıkan organizasyonel bir cevap olarak da nitelendirilebilir (Pichler ve Wilhelm, 2001)

Bu anlamda sendikasyon, bir grup karar vericinin belirsizlik altında ortak karar aldığı ve bunun sonucundaki kazancı aralarında paylaştıkları bir yapılanmadır. Fakat grup üyelerinin farklı risk toleranslarına sahip olması ve risklere atfettikleri farklı olasılıkların getirilerin beklenen değerleri etkilemesi bu birlikte karar verme sürecini karmaşık bir hale getirmektedir. Bu durum kulüp kredileri olarak nitelendirilen sendikasyon türü için de geçerlidir. Kulüp yapılanmasındaki bankaların maruz kalabilecekleri kredi riskinin ortak olması sebebiyle benzer bir komplikasyon söz konusudur.

Milion ve Thakor (1985)'in aksak bilgi ve bilgi paylaşımına dayalı teorik çalışması, temeli farklı belirsizlik algılarından ve risk toleranslarından kaynaklanan bu tür komplikasyonların çözümünün, pratikte alınan risklerin ve sahip olunan bilgilerin paylaşımı ile mümkün olduğu göstermektedir. Bu da finansör bankaların belli oranda iş birliğini gerektirmektedir. Bir önceki bölümde de değinildiği gibi, maruz kalabilecekleri ortak kredi riskinin paylaşımı bankaların toplam kredi miktarına ne ölçüde katılacaklarına ve sendikasyon içinde üstlenecekleri role göre şekillenmektedir. Bu kararları verebilmek içinse, tarafların riskin ne kadarını üstleneceklerine dair bilgilere ihtiyacı vardır. Bu anlamda taraflar arasında bilgi paylaşımının zorunlu hale geldiği bir durum ortaya çıkmaktadır.

Öte yandan, tarafların iş birliği yapma konusundaki motivasyonları sadece kredi miktarına katılım konusundaki riskleri paylaşma maksadıyla değil, bazı belirsizliklerin ortadan kaldırılması maksadıyla da olabilir. Örneğin Tykvova (2007)'nin

sendikasyonlar üzerine yaptığı teorik çalışması, sendikasyon yapılanmalarında üyelerin sahip olduğu bilgilerin ve tecrübelerin paylaşılmasının dinamik anlamda iktisadi etkinlik yaratıldığını göstermektedir. Tykvova (2007)'nin bu bulgusunu yorumlarsak, bankalardan birinin kredi talep eden firma ile daha önceden çalışmış olması, dolayısıyla diğer katılımcılara oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumunda, bu bilgilerin paylaşılmasının diğer bankaların karşı karşıya olduğu belirsizliğin giderilmesine yardımcı olacağını söyleyebiliriz. Bir nevi *know-how* transferi olarak düşünülebilecek bu tür bir iş birliği, belirsizliği gidererek sendikasyona katılımın iktisadi olarak etkin bir düzeye gerçekleşmesine yardımcı olacaktır.

Son olarak, sendikasyonun istikrarını sağlamak ve maruz kalınabilecek likidite riskini azaltabilmek için de tarafların iş birliği yapma motivasyonundan bahsedilebilir. Sendikasyon yapısı içinde yer alan bankaların benzer kredi portföyüne sahip olma riskinin bertaraf edilmesi ancak taraflar arasında bu alanda yapılacak iş birliği sayesinde mümkün olabilecektir.

Takip eden alt bölümde burada sıralanan tarafların iş birliği yapma konusundaki motivasyonun iktisadi etkinlik için neden gerekli olduğu – bir başka ifade ile neden rekabete aykırı olmayabileceği – tartışılacaktır.

4.2. İktisadi Etkinlik için Sendikasyon Kredilerinde İş Birliğinin Gerekliliği

Bu alt bölüme başlarken önemle belirtilmelidir ki, sendikasyon kredileri halihazırda bir iş birliğinin ürünüdür. Bankalar arasında iş birliği oluşmadan sendikasyon kredilerinin verilmesi mümkün değildir. Kredi talep eden bir firmanın ihtiyaç duyduğu kredi miktarının sağlanması farklı risk toleransı ve buna bağlı olarak riski paylaşma motivasyonları olan bankalar arasındaki iş birliğinin oluşmasına bağlıdır. Aksi halde, kredi talep eden firmanın finansman ihtiyacını karşılamak mümkün olamayacaktır. Tarafların iş birliği dışında oluşması beklenmeyen bu tür yapıların, belirsizliğin giderilmesini amaçlayan risk ve bilgi paylaşımına dayalı iş birliği sayesinde iktisadi etkinlik artışı yaratacağı tezi bu alt bölümde teorik ve ampirik bulgular ile sunulmaya çalışılacaktır.

4.2.1. Sendikasyon Kredilerinde Etkinsizliğin Kaynağı: Belirsizlik

Sendikasyon yapılanmasında etkensizlik yaratan unsurların temelinde belirsizlik yatmaktadır. Bu belirsizliğin temel kaynağını ise, kredi talep eden firma ve bankalar arasındaki ve de bankaların kendi aralarındaki asimetric bilgi oluşturmaktadır. Bilgi asimetrisinin giderilmesi, sendikasyona olan katılımın artması ve sendikasyon yapısı içerisindeki risklerin daha dengeli dağılması yoluyla iktisadi anlamda etkinlik artışına olanak sağlayacaktır (Dennis ve Mullineaux, 2000).

Bilginin kalitesinin artması hem bankaların kendi aralarında hem de borçlunun bankalar ile paylaşacağı bilgiler sayesinde taraflar arasındaki asimetri azaltılarak elde edilebilecektir. Bankaların borçlu hakkında sahip olduğu kamuya açık olmayan özel bilgileri paylaşabiliyor olması ters seçim gibi, saklı niteliklerden kaynaklanan sorunların oluşma riskini azaltacaktır. Bu yolla da kredi finansmanına katılımı artırıcı yönde bir etki yaratılacaktır (Sufi, 2007). Bu yönde bir uzlaşının sağlanmaması ise, bankaların ters seçim riskinden kaçınma davranışı sebebiyle daha çok bilgiye sahip olan bankanın kredinin daha büyük bir kısmını finanse etmesine, bunun sonucu olarak da daha yüksek bir kredi riskine maruz kalmasına sebep olacaktır. Öte yandan, daha çok bilgiye sahip olan bankanın bunu diğer bankalar ile paylaşmıyor olmasının yaratacağı bir diğer etkisizlik ise, diğer bankaların risk primi olarak borçluya yansıttığı kredi maliyetlerinin, daha çok bilgiye sahip olan banka için bir risk primi kazancı olarak şekillenmesidir. Daha açık bir ifadeyle, diğer bankalar borçlu hakkında yeterince bilgi sahibi olmadıkları için katlandıkları riskin bir maliyeti olarak faiz oranı üzerine ilave bir marj eklerken, sendikasyonda uygulanan ortak oran sebebiyle, bilgi sahibi banka bu riske katlanmadan ilave bir getiri elde etmektedir (Leland ve Pyle, 1977).

Bağlantılı bir şekilde, kredi verilmesi sonrasındaki izleme (*monitoring*) maliyetlerinin dengeli bir şekilde paylaşılıp az maliyetle yerine getirilmesi de sendikasyonun yapısı ve oluşumu ile doğrudan ilgilidir (Preece ve Mullineaux, 1996). İzleme maliyetlerinin optimal bir seviyede tutulması kredi verenlerin her birinin mükerrer şekilde aynı maliyetlere katlanması ve aynı zamanda bedavacılığın önlenmesi konularında tarafların yapacağı iş birliğine bağlıdır (Holmström, 1982).

İzleme işinin en az maliyetle gerçekleşmesi taraflardan birine delege edilmesi ile çözülebilir gibi gözükse de iş birliği olmaması durumunda delege edilen tarafın izleme işi için ne kadar çaba harcadığının görünür olamaması sebebiyle, kredi finansmanına katılımı en yüksek olan tarafın bunu üstelenmesi şeklinde bir sonuç ortaya çıkacaktır (Holmström ve Tirole, 1997). Ancak bu da bedavacılık denen başka bir probleme, iktisadi olarak bir başka bir etkisizliğe işaret edecektir. Somutlaştırmak için bir örnek vermek gerekirse, dengesiz bir sendikasyon yapısında toplam kredinin %1'lik kısmını finanse eden bir bankanın izleme maliyetlerine katkıda bulunma motivasyonu oldukça düşük olacaktır. Rasyonel bir davranış olarak kendisinden daha çok katkı sağlayan diğer bankaların izleme faaliyetleri üzerinden bedavacılık yapması söz konusu olacaktır. Bu da iktisadi olarak etkin düzeyde bir izleme faaliyetinin yapılmasını engelleyecektir.

Bunların yanında, her ne kadar şimdiye kadar bankaların sahip oldukları bilgileri paylaşarak iş birliği yapmalarının iktisadi etkinlik yaratacağına değinsek de özellikle kulüp kredilerinde kredi talep eden firmaların da bu iş birliğini teşvik edici bir rol oynayacağından bahsedebiliriz. Kredi talep eden firmanın daha önceki ilişkilerinden kendisine menfaat sağlayacak banka ya da bankaları seçmesi, yine kendisine menfaat sağlayacak şekilde bilgi asimetrisini azaltacak bilgi paylaşımında bulunması ve

bankaları bu alanda açık veya zımni olarak yetkilendirmesi de yine yukarıda belirtilen sebeplerle iktisadi etkinlik artışına katkıda bulunacaktır.

4.2.2. Sendikasyon Kredilerinde Belirsizliğin Maliyetlerine Dair Ampirik Kanıtlar

Yukarıda bahsedilen ve bilgi asimetrisine dayalı belirsizliğin iktisadi anlamda etkisizlik yarattığına dair sadece teorik kanıtlar değil ampirik kanıtlar da mevcuttur. Örneğin Ivashina (2009), 1993-2004 yılları arasında Amerika'da gerçekleşen 23 bin sendikasyon kredisi üzerine yaptığı çalışmada, sendikasyon içindeki bilgi asimetrisinin sağlanan kredilerin maliyetini artırıcı etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Bankalar arasındaki bilgi asimetrisi sebebiyle daha çok bilgiye sahip olan bankanın sendikasyondaki kredi finansman payının %9 yükselmesinin risk primi olarak alınan faiz oranının 29 baz puan yükselmesine ve bunun da ortalama kredi maliyetlerini %4 oranında yükselttiği, çalışma sonunda tespit edilmiştir.

Bir başka çalışmada ise, yine Amerika'da 1987-1995 yılları arasında gerçekleşen ve çoğunluğu sendikasyon kredisi niteliğinde olan işlemler incelenerek, bilgi yetersizliği durumunda sendikasyon yapılanmalarının oldukça küçük, yoğunlaşmış ve taşıdıkları kredi riski açısından da yüksek riskli olduğu gösterilmiştir (Lee ve Mullineaux, 2004). Yazarlar bunun olası bir açıklaması olarak da, bilgi yetersizliği sebebiyle kredi riskinin yüksek algılandığı ve borcun yeniden yapılanmasına dair işlem maliyetlerinin minimize edilmek istenmesi olduğunu belirtmişlerdir. Daha açık bir ifadeyle, bilgi asimetrisi sebebiyle kredinin geri ödenmemeye beklentisinin yüksek olması, bankaları olası yeniden yapılandırma sürecindeki maliyetleri düşünerek daha az sayıda katılımcının olduğu yapılar oluşturmaya yönlendirmiştir.

Bir diğer çalışmada ise Bosch (2006) 1996 - 2005 arasında İngiltere'de gerçekleşen 1.277 sendikasyon kredisinin yer aldığı bir örnekleme yaptığı analizler sonucunda sendikasyon yapılanmalarında yer alan bankalar arasındaki asimetric bilgi dağılımının kredi alan için ilave maliyet yarattığını göstermiştir. Her bir sendikasyon kredisinde ortaya çıkan faizlerin kredi talep eden firmanın kamuya açık bilgileri ile sistematik bir ilişki içerisinde olduğu varsayımından yola çıkan yazar, ampirik analizlerin sonucunda kredi talep edenlere yüklenen ilave faiz maliyetinin firma ile bankalar arasındaki asimetric bilgiden çok bankaların kendi arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklandığını ortaya koymuştur. Bosch çalışmasında sendikasyon yapılanması içinde yer alan bankalardan daha fazla bilgiye sahip olanın kredi finansmanındaki payının artmasının firmaya uygulanan faiz oranını yükselttiğini, düşmenin ise azalttığını göstermiştir. Somut olarak Bosch, bilgi avantajına sahip olan bankanın finansmandaki payını diğer bankalar lehine %10 düzeyinde azaltmasının kredi faizlerini 21 ile 28 baz puan düşürdüğünü ortaya koymuştur. Kredi finansmanın nasıl daha dengeli bir şekilde dağılacığını, dolayısıyla bankaların görece paylarını nasıl arttıracığını çeşitli şekillerde

yorumlamak mümkündür. Ancak, Holmström ve Tirole (1997)'nin teorik bulgularından yola çıkarak, bunun ancak bilgi paylaşımı şeklinde, yani daha çok bilgi sahibi olan tarafın paylaşacağı bilgiler sayesinde olabileceğini söyleyebiliriz.

4.3. Sendikasyon kredilerinin rekabet iktisadı açısından değerlendirilmesi

Çalışma boyunca sunulan literatüre dayalı kanıtlar çerçevesinde sendikasyon kredileri olarak adlandırılan çok taraflı kurumsal kredilerin diğer bankacılık faaliyetlerinden farklı dinamikleri barındırdığını vurgulamaya çalıştık. Bunu yaparken de özellikle risk ve bilgi arasındaki etkileşimin varlığına dikkat çekmeye çalıştık. Bankaların bir araya gelerek gerçekleştirilebileceği ve sonuçları itibariyle de ortak bir menfaati/zararı paylaşacakları bir yapılanmanın ancak riskleri paylaşarak gerçekleştirebileceğini vurguladık. Bu risk paylaşma sürecinin de kredi verilecek firma hakkındaki bilgiler ekseninde şekillendiğini anlattık. Bu süreçlerin de sendikasyonu oluşturacak bankaların arasındaki temeli bilgi paylaşımına dayanan bir iş birliği ile sağlanabileceği tezini kuvvetlendiren unsurlar olduğunu gördük.

Birbirleriyle rakip halinde bulunan ekonomik birimlerin bilgi paylaşımına dair bir iş birliğinin temel rekabet kurallarını ihlal niteliği taşıdığı bir gerçektir.¹⁴ Bu tür temel kuralların varlık sebebi bilgi paylaşımı gibi süreçlerin rakipler arasındaki rekabet motivasyonunu ortadan kaldırmasıdır. Rakiplerin birbirleri arasında fiyat, maliyeti vb. bilgileri paylaşması belirsizliği ortadan kaldırarak rakiplerin birbirleriyle yarışmasını engeller. Kısa vadede söz konusu ürünün tüketicileri daha yüksek fiyatlar ile karşılaşır, uzun vadede ise ürünün kalitesinin artması ve maliyetinin düşürülmesi konusundaki motivasyonlar ortadan kalkar. Böyle bir durumun ortaya çıkışı da kaynakların etkin bir şekilde dağılımını engeller ve iktisadi etkinsizliğe neden olur.

Oysa bir ürünün ancak ve ancak birlikte üretilebiliyor olması tarafların en başta bir araya gelmesini ve takip eden süreçlerde çeşitli boyutlarda iş birliğini gerektirir. Bu iş birliğinin gerçekleşmemesi ise sağlanması planlanan ürünün ortaya çıkamaması ile sonuçlanır. Bu anlamda sendikasyon kredileri bu durumu ifade eden iyi bir örnektir. Tek bir bankanın risk yönetimi prensipleri gereği tek başına finanse edemeyeceği bir kredi miktarının diğer bankaların da katılımı ile finanse edilebilir hale gelmesi o bankaları -en azından o proje için- birer rakip olmaktan çıkarır. Bu noktada riskin azaltılması açısından özellikle de kredi talep eden firmanın niteliklerine, uygulanacak faiz gibi ortak parametrelere dair asimetric bilginin giderilmesi kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunur. Bu tür bir iş birliğinin gerçekleşmemesi ise sendikasyonun oluşmamasına,

¹⁴ Bkz. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4. Madde; Sherman Yasası, 1. Bölüm; Avrupa Birliği'nin İşleyişi Hakkında Antlaşma, 101. Madde.

kredi talep eden firmanın bu yolla fonlanamamasına sebep olur. Bu durum da tartışmaya yer bırakmayacak açıklıkta bir iktisadi etkinsizliğe yol açar.¹⁵

Rekabet iktisadı açısından, sendikasyon kredileri gibi çok taraflı kredilerin iki taraflı kurumsal krediler gibi değerlendirilmesi bizleri yanıltıcı sonuçlara yöneltebilir. İki taraflı kredilerde bankalar tarafından yüklenilen risklerin birbirinden bağımsız olması, bankalar arasındaki bilgi asimetrisinin rekabetçi avantaj sağlaması gibi faktörler iktisadi etkinlik açısından rekabeti zorunlu kılarken, sendikasyon kredilerinde durum tam tersidir. Üstlenilen risklerin ilintili olması, bankalar arasındaki asimetrik bilginin varlığı iktisadi etkinlik için iş birliğini gerektirir. Bu faktörler göz önüne alınmadan yapılan bir değerlendirmenin isabetli bir sonuca varması beklenemez.

Uygun bir örnek olması açısından 2000’li yılların başında çift-taraflı pazarları¹⁶ geleneksel tek taraflı pazar bakış açısıyla değerlendirmenin ne kadar yanıltıcı olduğuna ve rekabet politikalarının bu süreçte geçirdiği değişime değinmek yerinde olacaktır. Konudan uzaklaşmamak adına tek bir örnek ile yetinilecektir. Geleneksel tek taraflı pazarlarda faaliyet gösteren hâkim durumdaki bir firmanın yıkıcı (maliyet altı) fiyatlama yapması rekabet kuralları açısından sakıncalıdır ve rekabeti ortadan kaldırmaya yönelik bir tehdit olarak görülür. Fakat aynı bakış açısının çift taraflı bir pazar için de doğru olduğunu söylemek sonuçları itibariyle ciddi bir yanılgıdır. Çift taraflı pazarlardaki fiyatlama yapısı tek bir fiyattan değil, pazarın her iki yanına uygulanan fiyatlardan oluşur (Rochet ve Tirole, 2003). Bu yapıyı göz ardı ederek pazarın bir tarafında uygulanan maliyet altı fiyatları yıkıcı fiyat olarak değerlendirmek doğru bir değerlendirme değildir. 2000’li yılların başındaki rekabet iktisadı tartışmaları (bkz. Wright, 2004) ve rekabet otoritelerin deneyimleri bunu bize bugün ders alınması gereken bir kazanım olarak sunmaktadır. Bu tür deneyimleri de göz önüne alarak, sendikasyon yapılanmalarına da çok taraflı kredilerin kendine has yapısı ve dinamikleri dikkate alınarak ihtimamla yaklaşılmalıdır.

5. Sonuç

Birden çok bankanın finansmanına katkıda bulunduğu sendikasyon kredilerinin bankaların birbirinden haberdar olmadan, daha önemlisi bu bankalar arasında iş birliği olmadan gerçekleşmesi düşünülemez. Bu yönüyle diğer iki taraflı kurumsal kredi süreçlerindeki rekabeti ve bankaların birbirleriyle yarışma motivasyonunu sendikasyon

¹⁵ Her ne kadar fonlama ihtiyacı olan firmanın alternatif borçlanma yöntemlerine yönelebileceği iddia edilse de sendikasyon kredilerinin sağladığı avantajlar düşünüldüğünde detaylı bir fırsat maliyeti analizi yapmadan alternatif yöntemlerin daha da etkin olacağı yönünde bir kaniya varılamaz (Altunbaş, Kara ve Marqués-Ibáñez, 2010).

¹⁶ Çift taraflı pazarlar iki ayrı kitleyi bir araya getiren platformlardan oluşan pazarlardır. Sanal platformlar (örn. YemekSepeti.com, GittiGidiyor.com, vb.), kredi kartı platformları (Visa, Master, vb.), reklam mecraları (gazete, televizyon, vb.) tipik örnekler olarak verilebilir.

kredilerinde görmek mümkün değildir. Çalışma boyunca da bu hususlar bilgi ve risk paylaşımı eksenlerinde vurgulanmıştır.

Kredi talep eden firmaya dair bilgilerin sendikasyon yapılanmasında yer alacak potansiyel bankalar arasında paylaşılması sendikasyon yapılanmasına katılmayı teşvik edici, bu yolla da risk paylaşımının bir aracı olarak kullanılmaktadır. Bilgi paylaşımı potansiyel sendikasyon üyeleri açısından belirsizliği azaltarak katılımı artırıp bu yolla da iktisadi etkinliğe katkıda bulunabilmektedir. Bu sebeple de bilginin hangi amaçla paylaşıldığı mutlaka dikkate alınmalıdır. Kredi talep eden firmanın risklerini açığa çıkartmaya, sendikasyonu oluşturacak potansiyel bankaların önündeki belirsizliğin kaldırılmasına ve bu yolla sendikasyon yapılanmasının oluşmasına yol açıyorsa etkinlik artırıcı etkileri sebebiyle rekabete aykırı olarak görülmemelidir.

Bir sendikasyon yapılanması için taraflar arasındaki bilgi paylaşımının içeriği, amacı ve özellikle de içinde bulunduğu bağlam oldukça önemlidir. Bankalar arasındaki bilgi paylaşımının sendikasyon yapılanmasını üzerindeki kolaylaştırıcı etkisi, ortak risk alan fakat farklı risk toleranslarına sahip bankaların risklerini paylaşımına katkıda bulunma niteliği dikkate alınmadan rekabet kurallarına aykırılıkları konusunda bir değerlendirme yapılmamalıdır.

Kaynakça

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- 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.
- Bebczuk, R. N. (2003). *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*. Cambridge University Press.
- Besanko, D. ve Kanatas, G. (1993). Credit market equilibrium with bank monitoring and moral hazard. *Review of Financial Studies*, 6(1), 213-232.
- Bessis, J. (2015). *Risk Management in Banking* (4th Edition), John Wiley ve Sons.
- Bosch, O. (2006). Information asymmetry and the pricing of private debt-evidence from european syndicated loans. *Ljubljana Meetings Paper*, Erişim tarihi 15 Aralık 2016, <https://ssrn.com/abstract=963412>.
- Bretz, O. (2015). Competition law and syndicated loans: identifying the regulatory risks. *Competition Law Journal*, 14(4), 231-236.

- Cai, J. (2010). Competition or collaboration? The reciprocity effect in loan syndication. *FRB of Cleveland Policy Discussion Paper*, No. 09–09R. Erişim tarihi 1 Aralık 2016, <https://ssrn.com/abstract=1595066>.
- Chaudhry, S. M. ve Kleimeier, S. (2015). Lead arranger reputation and the structure of loan syndicates. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, 116-126.
- Dennis, S. A. ve Mullineaux, D. J. (2000). Syndicated Loans. *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), s.404-442.
- Gadanecz, B., Kara, A. ve Molyneux, P. (2012). Asymmetric information among lending syndicate members and the value of repeat lending. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 913-935.
- Gatev, E. ve Strahan, P. E. (2009). Liquidity risk and syndicate structure. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 490-504.
- Hillier, B. ve Ibrahimo, M. V. (1992). The performance of credit markets under asymmetric information about project means and variances. *Journal of Economic Studies*, 19(3), 3-18.
- Hirshleifer, J. ve Riley, J. G. (1979). The analytics of uncertainty and information: an expository survey. *Journal of Economic Literature*, 17(4), 1375-1421.
- Holmström, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2), 324-332.
- Holmström, B. ve Tirole, J. (1997). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 663-691.
- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Ivashina, V. (2009). Asymmetric information effects on loan spreads. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 300-319.
- Knight, F. H. (1921) *Risk, Uncertainty, and Profit*. Library of Economics and Liberty. Erişim tarihi 2 Aralık 2016, <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html>.
- Le, H. (2013). Risk-sharing in the syndicated loan market: evidence from Lehman Brothers' collapse. Erişim tarihi 1 Aralık 2016, <http://people.stern.nyu.edu/hle/pdfs/main.pdf>.

- Lee, S. W. ve Mullineaux, D. J. (2004). Monitoring, financial distress, and the structure of commercial lending syndicates. *Financial Management*, 33(3), 107-130.
- Leland, H. E. ve Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Madura, J. (2011). *International Financial Management* (12th Edition), Cengage Learning.
- Miller, S. C. (2011). A syndicated loan primer. *A Guide to the Loan Market* içinde (s. 7-29). New York: Standard & Poors.
- Millon, M. H., ve Thakor, A. V. (1985). Moral hazard and information sharing: a model of financial information gathering agencies. *The Journal of Finance*, 40(5), 1403-1422.
- Nelson, P. (1970). Information and consumer behaviour. *Journal of Political Economy*, 78(2), 311-329.
- Panyagometh, K., ve Roberts, G. S. (2010). “Do lead banks exploit syndicate participants? Evidence from ex post risk”, *Financial Management*, 39(1), s.273-299.
- Pichler, P., ve Wilhelm, W. (2001). “A theory of the syndicate: Form follows function”, *The Journal of Finance*, 56(6), s.2237-2264.
- Preece, D., ve Mullineaux, D. J. (1996). “Monitoring, loan renegotiability, and firm value: The role of lending syndicates”, *Journal of Banking ve Finance*, 20(3), s.577-593.
- Rochet, J. C., ve Tirole, J. (2003). “Platform competition in two-sided markets”, *Journal of the European Economic Association*, 1(4), s.990-1029.
- Stiglitz, J. E. (2000). “The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics”, *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), s. 1441-1478.
- Sufi, A. (2007). “Information asymmetry and financing arrangements: Evidence from syndicated loans”, *Journal of Finance*, 62(2), s.629–668.
- Tykvová, T. (2007). “Who chooses whom? Syndication, skills and reputation”, *Review of Financial Economics*, 16(1), s.5–28.

Vanhoose, D. (2009). *The industrial organization of banking: bank behaviour, market structure, and regulation*. Springer Science ve Business Media.

Varian, H. R. (2014). *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach: Ninth International Student Edition*. WW Norton ve Company.

Wilson, R. (1968). “The Theory of Syndicates”, *Econometrica*, 36(1), s.119–132.

Wright, J. (2004). “One-sided logic in two-sided markets”, *Review of Network Economics*, 3(1), s.44-64.

Wright, M., ve Lockett, A. (2003). “The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry”, *Journal of Management Studies*, 40(8), s.2073-2102.

BEYANLAR:

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı: Bu çalışma bilimsel araştırma ve yayın etiği kurallarına uygun olarak hazırlanmıştır.

Yazarların Makaleye Katkı Oranları: Birinci yazarın makaleye katkısı %60, İkinci yazarın makaleye katkısı %40'tır.

Çıkar Beyanı: Yazarlar açısından ya da üçüncü taraflar açısından çalışmadan kaynaklı çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Araştırma Desteği ve Teşekkür: Bu araştırma herhangi bir kurum ya da kişi tarafından desteklenmemiştir.

Etik Kurul Onayı Bilgileri: Makalede açıklanan çalışmada insan denekleri kullanılmadığı için etik kurul onayı alınmamıştır.
