

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**TÜREV PİYASALARIN KÜRESEL KRİZE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Aslı ÖZER**

**Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Metin SARAÇOĞLU**

ANKARA 2013

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**TÜREV PİYASALARIN KÜRESEL KRİZE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Aslı ÖZER**

**Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Metin SARAÇOĞLU**

ANKARA 2013

ONAY

Aslı ÖZER tarafından hazırlanan "Türev Piyasaların Küresel Krize Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme" başlıklı bu çalışma, 11/11/2013 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda *oybirliği* ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından *İktisat Anabilim ve İktisat Politikası Bilim* dalında *yüksek lisans* tezi olarak kabul edilmiştir.

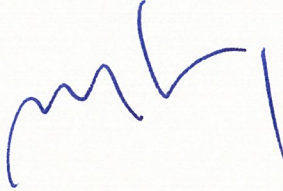


İMZA

Prof. Dr.

Müslüme NARİN

(Başkan)



İMZA

Yrd. Doç. Dr.

Metin SARAÇOĞLU

(Danışman)



İMZA

Doç. Dr.

Hasan BAL

(Üye)

ÖZET

ÖZER, Aslı. Türev Piyasaların Küresel Krize Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2013.

Türev ürünler, ekonomilerde tarihin eski dönemlerinden itibaren farklı araç ve şekiller altında, bir varlığın değerini başka bir varlığın değerine endekslemek suretiyle yer almaktadır. Çalışmada türev ürünlerin geçirmiş olduğu bu süreçten ve küresel ekonomide şekillenmesinden bahsedilirken aynı zamanda, türev ürün piyasalarının 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz ile nasıl bir etkileşiminin olduğu ortaya konmaktadır. Ayrıca türev ürünlerin, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde genel olarak ne seviyede olduğu ve riskleri anlatılırken, yine gelişmekte olan ülkeler içerisinde yer alan ve hızla gelişen ülkeler kategorisinde incelenen Hindistan'ın ve Çin'in türev piyasa yapılarından ve bu piyasaların küresel kriz ile ilişkisinden bahsedilmiştir. Son olarak Türkiye'de türev piyasaların nasıl oluştuğu ve nasıl bir gelişim sürecine girdiği anlatılmıştır.

Anahtar Sözcükler:

1. Türev Ürünler
2. Türev Piyasalar
3. Küresel Ekonomik Kriz
4. Türkiye'de Türev Piyasalar

ABSTRACT

ÖZER, Asli. Derivative Markets Impact of The Global Crisis: An Assessment of Turkey, Master Thesis, 2013.

Derivative products are used to normalize the value of one good to another since the ancient history for different goods and purposes. In this study, it has been mentioned how derivative products are shaped over time as well as how it reacted with the global economic crisis happened in 2008. Moreover, it has been mentioned how the derivative products are used in general with their associated risks within developing countries, also it was talked about derivative products' structure and how they were in relation with these economies during the global economic crisis for the developing countries such as China and India which are counted among the developing countries. Finally, it was observed how derivative products are developed and progressed over time.

Key Words:

1. Derivatives Products
2. Derivative Markets
3. Global Economic Crises
4. Derivative Market in Turkey

ÖNSÖZ

2008 yılında tüm ülke ekonomilerinin etkilendiği küresel ekonomik krizden sonra, son beş yılda daha yoğun olmak üzere, hakkında çokça bilimsel araştırmalar yapılan ve makaleler yazılan türev ürünler ile ilgili olan bu çalışma temel olarak üç bölümden oluşmaktadır.

Öncelikle ve özellikle son birkaç yılda ihtiyaca yönelik olarak üretilen ve daha sonrasında tüm dünyanın başına adeta bela olan türev ürün piyasalarının tarihi süreçlerinden bahsedilerek teorik açıklamalarına ve bu ürünlerin birbirlerinden temel olarak ayrıldıkları noktalara yer verilmiştir. 2008 yılında neredeyse tüm dünya ülkelerini olumsuz olarak etkileyen küresel ekonomik krizden bahsetmeden önce ise bir diğer küresel ekonomik kriz olan ve “büyük buhran” olarak da anılan 1929 buhranından bahsedilmiştir. Son bölümde ise türev piyasaların Türkiye ekonomisine neden ve ne zaman girdiği ile ilgili bilgiler verilmiş öncelikle VOB’dan ve daha sonra VOB’dan ayrılarak türev işlemlere devam ederek Türkiye’deki türev piyasaların gelişmesini gösteren VİOP’un işleyişi ile türev piyasa işlemlerinin ülkemizde başlangıcından günümüze kadar olan gelişimi yansıtılmaya çalışılmıştır.

Çalışmam sırasında benden desteğini hiçbir zaman esirgemeyen çalışma arkadaşlarıma, her durumda bir gülümseyişi ile moralimi düzeltip içimi ısıtan kıymetli yeğenim Ada ÖZER’e, hayatım boyunca benden maddi ve manevi hiçbir desteği esirgemeyen babam Ahmet Turan ÖZER ve annem Hülya ÖZER’e çok şey borçlu olduğumu söylemek isterim. İyi ki varsınız.

Ankara - 2013

Aslı ÖZER

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR	vii
TABLolar LİSTESİ	viii
GRAFİKLER LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASA ARAÇLARI

1.1. TÜREV PİYASA ARAÇLARININ FİNANSAL PİYASA SAHNESİNE ÇIKIŞI	3
1.2. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE TÜREV PİYASALARIN GELİŞİMİ	5
1.3. TÜREV PİYASASI İŞLEMLERİNİN KULLANIM NEDENLERİ	7
1.3.1. Türev Piyasalarda Riskten Korunma ve Kaldıraç Etkisi	9
1.4. TÜREV PİYASA İŞLEMLERİ ÇEŞİTLERİ	14
1.4.1. Forward Sözleşmeler	14
1.4.2. Futures Sözleşmeler	18
1.4.3. Swap Sözleşmeler	24
1.4.4. Opsiyon Sözleşmeler	27
1.5. TÜREV PİYASA İŞLEMLERİNDE TAKAS VE TEMİNAT	31
1.6. TÜREV PİYASALARDA RİSK FAKTÖRÜ	32
1.6.1. Türev Piyasalarda Mevcut Olan Önemli Risk Faktörleri	33
1.6.1.1. Fiyat Riski	34
1.6.1.1.1. Döviz Kuru Riski	34
1.6.1.1.2. Faiz Oranı Riski	35
1.6.1.2. Kredi Riski	36
1.6.1.3. Likidite Riski	37

1.6.2. Türev Piyasalarda Riskten Korunma Yolları	37
1.7. TÜREV ÜRÜNLERİN KULLANIMLARI VE KREDİ TÜREV	
ÜRÜNLERİ	40
1.7.1. Kredi Türev Ürünler	45
1.7.1.1. Kredi Temerrüt Takası	46
1.7.1.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri	49
1.7.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	53
1.7.1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	54
1.7.1.5. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri	55

İKİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALARIN KÜRESEL EKONOMİK KRİZ İLE İLİŞKİSİ

2.1. YAŞANMIŞ KÜRESEL FİNANSAL KRİZLER	58
2.1.1. 1929 Buhranı'na Genel Bakış	59
2.1.2. 2008 Küresel Krizin Sebep-Sonuçları ve Türev Piyasalarla	
İlişkisi	64
2.1.2.1. Likidite Bolluğu ve İpotekli Konut Kredilerinin Yapısının	
Bozulması	65
2.1.2.2. Konut Fiyatlarındaki Aşırı Artış	67
2.1.2.3. Şeffaflık Eksiği	68
2.1.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Etkinsizliği	69
2.1.2.5. Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşlar	70
2.1.2.6. Menkul Değerleştirme ve Fonlamada Yaşanan Sorunlar	71
2.1.2.7. Türev Ürünlerin Riskli Kullanımları ve 2008 Küresel Krizine	
Etkisi	72
2.1.2.8. ABD Bankacılık Sektörünün Düşüşü ve Türev Piyasalar	77
2.1.2.9. Küresel Ekonomik Krizin Küresel Sonuçlarına Genel	
Bakış	83
2.1.2.10. 2008 Krizi ve Sonrasında Türev Ürün Piyasalarının	
Durumu	88
2.1.2.11. Türev Ürün Piyasalarının Neden Olduğu Birkaç Kriz	
Örneği	91

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KÜRESEL KRİZİN TÜREV PİYASALAR İLE İLİŞKİSİ VE TÜRKİYE'DE TÜREV PİYASALAR

3.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALARIN YAPISI	97
3.2. TÜREV PİYASALARIN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ	99
3.2.1. Türev Piyasaların Sistemik Riske Etkisi	100
3.2.2. Türev Piyasaların Hizmet Çeşitliliği ve Yatırım Seçeneklerine Etkisi	101
3.2.3. Türev Piyasaların Likiditeye ve Fiyat Oluşumuna Etkisi	101
3.2.4. Türev Piyasaların Spot Piyasalara Etkisi	102
3.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KRİZ-TÜREV PİYASA İLİŞKİSİ	105
3.3.1. Küresel Krizin Çin Ekonomisine Etkileri ve Türev Piyasa İlişkisi	105
3.3.2. Küresel Krizin Hindistan Üzerine Etkileri ve Türev Piyasa İlişkisi	108
3.4. TÜRKİYE'DE TÜREV PİYASALARIN YAPISI ÖNEMİ VE GELİŞİMİ	110
3.4.1. Türev Piyasaların Türkiye Finans Piyasalarına Girişi	110
3.4.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	113
3.4.3. İMKB Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası	115
3.4.4. Türkiye'de Türev Piyasaların Yapısı ve Gelişimi	117
SONUÇ	125
KAYNAKÇA	134
EKLER	142
EK – 1	142

KISALTMALAR

ABS	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
CDS	: Kredi Temerrüt Takası
CDO	: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CFFEX	: Çin Vadeli İşlem Borsası
CMO	: Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri
CTFC	: Vadeli Emtia Piyasası Komisyonu
FED	: Amerika Merkez Bankası
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymet Borsası
ISDA	: Uluslararası Swap ve Türev Piyasaları Birliği
MBS	: Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymetleştirme
NSE	: Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
VIOP	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Forward ve Futures Sözleşmeler Arasındaki Farklar.....	23
Tablo 2: 2001-2011 Yılları Arasında Türev Ürünlerin İmzalanan Kontrat Bazında Durumu	43
Tablo 3: JP Morgan, Citibank, Bank of America, Goldman Sachs ve HCBC Bankalarının Türev Ürün Kullanımları	44
Tablo 4: Buhan Dönemi Dış Ticaret Değerleri (Bin TL).....	61
Tablo 5: VOB'da İşlem Gören Sözleşmeler.....	115
Tablo 6: SPAN Fiyat – Volalite Senaryoları.....	116
Tablo 7: İşlem Gören Türev Ürünlerin Türleri İtibariyle Durumu.....	122
Tablo 8: Türk Bankacılık Sektöründe Türev İşlemler.....	123

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: En Büyük Beş Banka'nın Türev Ürün Kullanımları	44
Grafik 2: 1995- 2008 Yılları Arasında Türev Ürünlerin Kullanım Oranları	45
Grafik 3: Kredi Temerrüt Takas Sözleşmelerin Gelişimi.....	48
Grafik 4: Buhan Döneminde Tarım Ürünlerinin Fiyat Değişimleri.....	60
Grafik 5: ABD Menkul Kıymet ve Konut Kredisi (bin \$)	66
Grafik 6: ABD Konut Fiyat Endekslerinin Yıllara Göre Değişimi.....	68
Grafik 7: CDS Kullanım Hacimleri	76
Grafik 8: Bear Stearns'in Risk Yönetimi	80
Grafik 9: Freddie Mac ve Fannie Mae Kredi Kuruluşlarının Hisse Senedi Fiyatları.....	81
Grafik 10: Lehman Brothers Hisse Senedi Fiyatları Grafiği.....	82
Grafik 11: Vadeli Petrol Fiyatları	82
Grafik 12: Vadeli Altın Fiyatları.....	83
Grafik 13: Küresel Krizde Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkelerin Büyüme Oranlarının Yüzdesele Değişimleri.....	84
Grafik 14: Gelişmiş Ülkelerdeki İşsizlik Oranlarının Seyri	85
Grafik 15: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları	86
Grafik 16: Yıllara Göre TÜFE ve ÜFE Enflasyonu	87
Grafik 17: Türkiye'de Kriz Dönemi Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranları	87
Grafik 18: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri İhraç Bedelinin Yıllara Dağılımı (Trilyon Dolar)	89
Grafik 19: Türlelere Göre Küresel Türev İşlem Hacmi Değişimi.....	90
Grafik 20: Küresel Türev İşlem Hacmi Değişimi.....	91
Grafik 21: 2000- 2010 Yılları Bazı Ülkeler İçin GSYİH Büyüme Oranları ...	107
Grafik 22: Türev İşlemlerin 2005-2012 Yılları Arasında Adet Cinsinden İşlem Hacmi	120
Grafik 23: Türev İşlemlerin 2005-2012 Yılları Arasında TL Cinsinden İşlem Hacmi	120
Grafik 24: Türkiye'de Vadeli İşlem Borsası Toplam İşlem Hacmi.....	121

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Opsiyon Alım-Satım Anlatımının Gösterimi	29
Şekil 2: Kredi Riski Bileşenleri.....	36
Şekil 3: CDO'ların Çalışma Şekli.....	50

GİRİŞ

Çalışmanın çatısı, değeri bir başka finansal mal veya varlığın değerine direkt olarak endekslenmiş olan finansal varlıklar olarak tanımlanan türev piyasa araçları ve bu türev araçların yaşanan son küresel ekonomik kriz ile etkileşiminin araştırılması ile türev piyasaların özellikle ülkemizde ne zaman ve ne amaçla kullanılmaya başlandığı, zamanla nasıl bir değişim gösterdiğinin incelenmesi üzerine oluşturulmuştur.

Üç temel bölümden oluşan çalışmanın ilk kısmında türev piyasa araçlarının teorik açıklamalarına ve türev piyasa araçlarının finansal piyasa sahnesine çıkışına yer verilmiştir. 1970'li yıllardan itibaren yaşanan üç önemli gelişme ile türev piyasa araçlarının çıkışı hızlanmıştır. Bunlardan ilki Bretton Woods sisteminin çöküşü, ikincisi 1974 yılında yaşanan Petrol Krizi ile finansal piyasaların sarsılması ve son olarak teknolojinin gelişimiyle hızla başlayan küreselleşmedir. Gelişim sürecinden de bahsedilen ve ihtiyaca yönelik(!) olarak şekillenen türev piyasa araçlarından kredi türev ürünlerin de teorik açıklamaları yine ilk bölümde yer almaktadır. Bu bölümde ayrıca türev piyasa araçlarının ülkelerce genel olarak kullanılma nedenlerinden, faydalarından ve risklerinden bahsedilmiş, söz konusu risklerden nasıl korunulabileceğine de değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci kısmında özellikle yaşanan son küresel ekonomik kriz incelenmeden önce bir diğer küresel ekonomik kriz olan ve 1929 buhranı olarak literatüre geçen 1929 krizine yer verilmiştir. Daha sonra son küresel ekonomik kriz üzerinde durulmuş, bu krizin çıkış nedenlerine yer verilmiş ve kredi türev ürünlerin, dolayısıyla türev piyasa araçlarının bu krizde nasıl bir rol oynadığı izah edilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde son olarak dünya ekonomisinde çıkan ve türev piyasalar ile etkileşimi olan bazı ulusal krizlerden bahsedilmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölümde, türev piyasaların, gelişmekte olan ülke statüsünde bulunan ülkemizdeki yapısını ve gelişimini

incelemeden önce genel olarak gelişmekte olan ÷lkelerde ne durumda olduğu ve t÷rev piyasaların gelişmekte olan ÷lke ekonomilerini nasıl etkilediği üzerinde durulmuştur. Özellikle k÷resel kriz ve t÷rev piyasalar ilişkisini anlatabilmek adına gelişen ekonomilerin k÷resel krizden ne derece etkilendikleri ve bu ÷lkelerin t÷rev piyasa yapıları genel olarak incelenerek aralarındaki ilişki ortaya konmaya çalışılmıştır. T÷rev piyasa araçlarının ÷lkemiz finans piyasalarında yer almaya başlaması ve VOB'dan bahsedilirken, 21 Aralık 2012 yılında İMKB'nin VOB'dan ayrılarak bu alanda kurduğu VİOP adlı oluşuma da yer verilmiş, çalışma bu gelişim sürecinin detaylandırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASA ARAÇLARI

1.1. TÜREV PİYASA ARAÇLARININ FİNANSAL PİYASA SAHNESİNE ÇIKIŞI

Değeri, bir başka finansal mal veya varlığın değerine direkt olarak endekslenmiş olan finansal varlıklar türev piyasa araçları olarak adlandırılmaktadır. Türev piyasa araçlarının temel görevi yatırımcıyı finansal piyasada doğabilecek her türlü riske karşı korumak ve yatırımcının kâr elde etmesini sağlamaktır. Tarihte türev piyasa araçlarına duyulan ihtiyacı tek bir nedenle açıklamak mümkün değildir. Ancak 1970'li yıllardan itibaren yaşanan 3 önemli gelişme türev piyasa araçlarının oluşmasının temelini atmıştır. İlk olarak Amerika Birleşik Devletleri altın para standardını kullanmayı bırakmış ve buna bağlı olarak Bretton Woods Uluslararası Ödemeler ve Kur Sistemi dönemi kapanmıştır. Sistemdeki bu değişiklik özellikle ve öncelikle döviz kurlarında sonrasında ise uluslararası piyasalardaki faiz oranlarında bir istikrarsızlık yaşanmasına yol açmıştır. Böylece piyasada bulunan işletmeler ve diğer finansal aktörler finansal piyasada yaşanan bu istikrarsızlık nedeniyle iktisadi bir karar alma konusunda çekinmişlerdir¹.

İkinci bir neden olarak 1974 yılında çıkan petrol krizi de dünya piyasalarını şiddetle sarsmıştır. Petrol İhraç Eden Ülkeler Topluluğu olarak tanımlanan OPEC üyesi ülkeler petrolün fiyatını artırma konusunda bir karar alınca, petrol ile üretim yapan ülkelerin üretim maliyetleri artırmıştır. Ülkeler üretim maliyetlerinin artmasıyla birlikte işgücünün önemli bir kısmından vazgeçmiş ve böylece ülkelerde yüksek oranda işsizlik ve devamında yüksek

¹ Muhittin Gündoğdu, "Forward İşlemlerinin Niteliği, Forward İşlemlerine Bağlı Olarak Gelirin ve Kanunen Kabul Edilmeyen Giderlerin Peçelenmesi", **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 138, Mart, 2000, s.64.

oranda enflasyon boy göstermeye başlamıştır. Dünya ülkeleri bir kez daha iktisadi olarak sarsılmıştır.

Üçüncü temel neden ise teknolojinin gelişimi ile tamamlanmaya başlayan küreselleşmedir. Önceleri birbirinden zaman ve mekân yönünden uzak olan ülke piyasaları teknolojinin gelişimi ile piyasaların neredeyse “bir” olmasına imkân sağlamıştır. Ancak bu “bir” olmayı sadece olumlu bir gelişme olarak algılamak yanıltıcı olabilmektedir. Çünkü küreselleşmeye birlikte alınan ve doğabilecek riskler de “bir” olmaktadır. Bugün bozulan bir ülkenin ekonomisi özellikle dış ticaretini sürdürdüğü ülkeleri neredeyse anında olumsuz etkilemekteyken, etkilenen ülkeyle de finansal bağlantısı olan ülkeler sıkıntı çekmeye başlamakta ve dalgalar hâlinde bu sıkıntı yayılmaktadır. Küreselleşme teknolojik gelişme ile hız kazanırken özellikle gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler finansal rekabet içine girmiş ve böylece finansal riskler çok daha önemli nüans noktaları hâline gelmiştir. İşte tam olarak da bu sebeple ülkeler finansal riskten korunma amacıyla yeni finansal teknikler geliştirmeye başlamışlardır. Türev piyasa araçları da riskten korunma amacı sağlayan bu araçlardan birisidir².

Türev piyasaların artık neredeyse tüm dünya ülkelerinde yaygın olarak kullanılması yani küreselleşmesi ise birçok sebebe dayanmaktadır. Bu sebepler kısaca aşağıda sıralanmıştır³;

- Devletlerin finansal sistem üzerindeki karar ve baskılarının en aza indirildiği deregülasyon süreçlerinin başlamasıyla doğan yeni yatırım fırsatlarında oluşan risklerin daha da büyümemesi ve hatta azaltılması için yeni araçları bulunması ihtiyacının ortaya çıkması,
- Küreselleşme tanımının artık yapılabilecek kadar sözlüklere girmesiyle, gelişmekte olan ekonomilerdeki büyüme, söz konusu

² Ertuğrul Akçaoğlu, “**Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi**”, Turhan Kitabevi, Ankara, 2002, s.13-14.

³ Yücel Ayriçay, “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkisi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 5, 2003, s.2-4.

ülkelerde bulunan şirketlerin görev edindikleri mal piyasalarındaki ve finansal piyasalardaki risklere karşı tedbir alınmasına ve hatta bu risklerin azaltılmasına olan talebi artırması,

- Ekonomik birimlerin -özellikle serbest piyasa ekonomisine dahil olan ekonomik birimlerin- mal fiyatları ve faiz oranı volatilitesiyle yüz yüze gelmek zorunda oldukları için uygun olan riskten korunma araçlarına ihtiyaç duyulması,
- Kurumsal yatırımcıların hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yaptığı finansal piyasa işlemlerinin, karşılıklı işlemlerinden ortaya çıkan risklerinin ortadan kaldırılması gerekliliğinin doğması, şeklinde açıklanabilir.

1.2. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE TÜREV PİYASALARIN GELİŞİMİ

Türev piyasaların “türev piyasalar” olarak ortaya çıkış nedenleri daha önce sayılan dört temel neden olsa da, henüz adlandırılmadan önce de tarihte boy göstermiş olduğuna dair belgeler mevcuttur. Kil tabletlere M.Ö 1750 yılında Mezopotamya’da yazılmış olduğu belirlenen türev benzeri sözleşmeler, aslında tarih boyunca türev sözleşmelerin kullanılmış olabileceğini ancak hepsinin bulunamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Eski Yunan’da yaşayan Milet’li filozof Thales’in mevsimlerden kış olmasına rağmen bahar ayında yapacağı zeytin hasadı için yağhaneler üzerine yaptığı ve günümüzde türev piyasa araçlarından alım opsiyonlarına benzeyen pazarlık türev piyasaların tarihte ilk kez kendini gösterdiği yer olarak bilinmektedir⁴

Bilinen ilk forward sözleşme 13 mart 1851 yılında yapılmış olan Haziran teslimli sözleşmedir. Forward sözleşmelerin yapıldığı ilk borsa ise Londra Kraliyet Borsasıdır. “Zaman pazarlığı işlemleri” olarak bilinen

⁴ Yalçın Karatepe, “Türev Piyasaları”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Ankara, Ankara Üniversitesi, t.y, s.5.

opsiyonlara dair belgeler ise ilk olarak 17 yy. da Hollanda ve İngiltere’de görülmüş, o dönem Amsterdam’da lüle piyasasında kullanılmıştır⁵.

Japonya Osaka’da Dojima Pirinç Piyasası’nda ilk futures sözleşmeler de opsiyon sözleşmeleri gibi 17 yy.da yapılmıştır⁶.

Aradan geçen iki yüz yıl sonunda Chicago, Frankfurt ve Londra gibi önemli borsalara sahip olan şehirlerde finansal aktörler o zamana kadar kullanılmış olan bu türev ürünlerini sürekli olarak geliştirmeye çalışmışlardır. Bu süre içinde diğer dünya ülkelerinin finansal yapılarında türev piyasa araçları yerlerini hızla almaya başlamıştır.

Tarihte altın standardının kullanıldığı dönemde ülkelerin paralarının değerli olup olmadığı veya ne kadar değerli olduğu paranın içerdiği altın değeri ile ölçülüyor olduğundan paraların birbirleri karşısında değişim oranları önemli değişiklikler göstermemiş, o yıllarda bu sebeple döviz kuru piyasa yönlendiricilerce bir risk içermemiştir⁷. Ancak 1944 yılında Bretton Woods Sistemiyle birlikte sabit ya da belirli bir bant içerisinde salınmaya bırakılan döviz kuru, 1972 yılında söz konusu sistemin çökmesiyle birlikte ülke paralarının değişim oranları piyasa koşullarında serbestçe belirlenmeye bırakılmıştır⁸.

Gelişen teknolojiyle birlikte sermayenin yer değiştirmesi artık hızlı ve zahmetsiz olmaya başlamış ve dış ticaret oldukça gelişmiştir. Dış ticaretin artması ile ülkelerde yaşanan enflasyon, döviz kuru ve faiz oranlarındaki istikrarsızlıkların neden olduğu önünü görememe durumumunu en aza indirmek hatta ortadan kaldırmak ve ele geçen herhangi bir fırsatın en iyi şekilde değerlendirilmesini sağlamak için her geçen gün yeni finansal araçlar ve stratejiler geliştirilmektedir.

⁵ C. Alan Shapiro, “**Foundations of Multinational Financial Management**”, 3. Baskı, P New Jersey: Prentice-Hall, 1998, s.16.

⁶ Karatepe, **Türev Piyasaları**, s.5.

⁷Özalp, **Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları**, s.11.

⁸ Shapiro, **Foundations of Multinational Financial Management**, s.16.

Bretton Woods Sisteminin yıkılmasıyla yani 1970’li yıllarda ortaya çıkan ve sonrasında gittikçe daha da önemli olan risk alma gücü ve alınan riskin yönetilebilmesi, istikrarsızlık kaynaklı belirsizliği daha öngörülebilir, ayrımı yapılabilir ve hatta ölçülebilir bir hâle getiren de türev piyasa araçlarıdır⁹.

1.3. TÜREV PİYASASI İŞLEMLERİNİN KULLANIM NEDENLERİ

Sermaye piyasaları türev piyasalar ve spot piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrım yapılırken, sermaye piyasasında işlem gören araçlar için yapılan ödemenin şekli ve vadesi ile fiziki teslim zamanı göz önünde bulundurulmaktadır.

Spot piyasalar işleme tabii tutulan malın ödemesinin peşin ve fiziki teslimin anında yapıldığı piyasalarken, türev piyasalar, herhangi bir malın veya finansal aracın alım satımının bugünden yapıldığı ancak teslimatın ileri bir tarihte veya nakit uzlaşması yapılacağı piyasalardır¹⁰.

Türev araçları spekülasyon ve arbitraj amacıyla alıp satabileceğimiz gibi, korunma amacı ile mevcut veya gelecekte oluşabilecek risklerin borsadaki sözleşmeleri kullanarak azaltılması veya giderilmesi de sağlanabilir. Spekülasyon (diğer adıyla yatırım) amaçlı işlemlerde, yatırımcı sözleşmeleri fiyat hareketlerinden kar elde etmek amacıyla risk almak suretiyle alınıp satılabilir. Arbitraj işlemleri, her hangi bir risk alınmaksızın, fiyat veya faiz hadlerinde oluşan dengesizliklerden faydalanmak suretiyle farklı sözleşmelerin ve işlemlerin eş anlı olarak yapılması suretiyle her türlü

⁹ Özalp, “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, s.14.

¹⁰ TCMB Sözlüğü.

şartta belirli bir kârın garanti edildiği işlemlerdir ve türev araçlar doğru kullanılırsa bu anlamda da fayda sağlayabilmektedir¹¹.

Daha sonra ayrıntılarıyla faydaları belirtilecek olan türev piyasa işlemlerinin dünya ülkelerinde yaygın olarak kullanılma sebepleri temel olarak şunlardır¹²;

- Dünyadaki döviz ve faiz kurlarında ani yaşanan değişikliklerden kaynaklanan riski azaltmak ve hatta önlemek,
- Arbitraj olarak adlandırılan piyasalardaki zaman ve mekan başta olmak üzere çeşitli farklılıklardan kârı elde etmek ve maliyetleri azaltmak,
- Ülkelerin borçlanma kapasitelerini ve likidite düzeylerini artırmak,
- Piyasalardaki fiyat işaretlerinin belirlenmesinin etkinliğini artırmak.

Türev piyasa işlemleri finansal sistemin son on yılda çıkan en önemli araçlarıdır. Bir aracın finansal sistemde kendini kabul ettirebilmesinin ve yaygın şekilde kullanılmaya başlanmasının en önemli nedeni söz konusu sistemin işlerliğini artırmak ve potansiyelini daha iyi hâle getirmesidir. Bu yeni aracın işlerliği artırması ve potansiyeli yükseltmesi ise¹³;

- Piyasaları tamamlayıcı olmasına,
- İşlem maliyetlerini azaltıyor olmasına,
- Likiditeyi artırıcı etki yaratıyor olmasına,
- Organizasyonda motivasyonu düşürecek çıkar çatışmalarını en aza indirmesine hatta çözebiliyor olmasına,
- Asimetrik bilgi durumunu ortadan kaldırıyor olmasına (veya azaltıyor olmasına) bağlıdır.

¹¹ Hüseyin Bezingöl, “Türev Piyasaları İşlemleri”, Aktüerya Bilimleri Akademisi, 15 Ağustos 2010.

¹² Ziya Aşıkoglu, Kayahan Cantürk, “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 2, t.y., s.158-161.

¹³ Arıçay, **Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkisi**, s.12.

Türev piyasalar tüm bu özelliklere sahip, finansal sistemin daha iyiye yol almasını sağlayan piyasalardır. Dolayısıyla zaman içinde kullanımı yaygınlaşması şaşılacak bir durum değildir.

Türev piyasalarda işlem yapan üç temel yatırımcı tipi mevcuttur; riskten korunmaya çalışanlar, spekülâtörler ve son olarak arbitrajcılardır¹⁴.

Türev piyasa araçlarının temelde varoluş sebepleri elbette ki finansal risklerin önceden tahmin edilebilmesi, ölçülmesi ve bu riskin yönetilmesidir. Riskin yönetilmesiyle anlatılmak istenen; türev piyasa işlemlerinin finansal riskleri tam olarak ortadan kaldırmadığı, sadece riskin belirli bir edere el değiştirmesidir. El değiştirmede taraflardan biri korunma amaçlı işlem yaparken riski en son alan taraf spekülâtif amaçlı işlem yapmaktadır.

Türev piyasaları spot piyasalardan ayıran özellik olan işleme konu olan malın ödemesi gibi tesliminin de vade bitiminde yapılacak olması türev piyasa işlemlerinin bir diğer faydasıdır. Böylece korunma amaçlı yapılan işlem depolama maliyetinin azalması ve belki sıfırlanmasıyla olumlu olarak sonlanır¹⁵.

1.3.1. Türev Piyasalarda Riskten Korunma ve Kaldıraç Etkisi

Türev piyasaların Türkiye’de VOB’da nasıl işlem gördüğünü ve riskten korunma amaçlı olabileceği gibi nasıl spekülâtif amaçlı kullanılabileceği aşağıdaki örneklerle görülebilir.

Öncelikle temelde hisse senedi piyasaları ile türev piyasaların temel farkı kaldıraç etkisidir. Kaldıraç etkisi; vadeli işlem piyasalarında işlem yapmak üzere teminat olarak yatırılan parayla, yatırılan teminattan çok daha

¹⁴ Karatepe, **Türev Piyasaları**, s.20.

¹⁵ Nurcan, “**Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Uygulamaları**”, s.7.

büyük bir pozisyon alınması olarak tanımlanabilir. Hisse senedi piyasalarında ortak olmak demektir.

Örnekle açıklamak gerekirse elimizde 1000 TL varsa ve her bir hissenin fiyatı 2 TL ise 500 lot hisse satın alınabilir. Eğer hissenin değeri 3 TL'ye çıkarsa 500 TL kâr ederek portföyümüzü 1500 TL'ye çıkarıyoruz ancak hissenin değeri 1 TL'ye düşüyorsa 500 TL zarar ederek portföyümüzü 500 TL'ye düşürüyoruz. Yani kaldıraç etkisi 1:1'dir.

Türev ürün piyasalarında ise riskten koruyan ve istenirse spekülasyon amaçlı kullanıma özendirilen kaldıraç etkisi mevcuttur ve bu oran VOB'da ve Aralık 2012'den itibaren VİOP'ta 1:10'dur ve genelde bu oran kur yükseldiğinde teminatları yükseltmek ya da kur düştüğünde teminatları düşürmek suretiyle sabitlenmeye çalışılır. Bir döviz örneği ile açıklanırsa¹⁶;

3 ay sonra 100.000 \$ alacağı olan bir şirket varsayımıyla kurun yükselmesini veya düşmemesini isteriz. Kurdaki olası bir düşüş riskinden korunmak için bir alternatifimiz vardır; türev piyasalar yani vadeli işlemler. VOB'da Euro ve Dolar üzerine yazılmış döviz sözleşmeleri vardır ve standart olarak her bir Dolar sözleşmesi 1000 \$ ve her bir Euro sözleşmesi 1000 €'dur. Her bir sözleşmenin üzerine yazıldığı dayanak varlık için borsa tarafından belirlenen teminat miktarı farklı olmakla birlikte 2 Nisan 2013 tarihi itibarıyla Dolar/TL sözleşmesi için bu miktar 150 TL'dir.

02.04.2013 tarihli vadeli piyasadaki döviz sözleşmesi için uzlaşma fiyatı 1.8115 TL'dir. Bu verileri kullanarak kaldıraçın nasıl işlediğini ve türev araçlar kullanılarak risk yönetiminin nasıl yapıldığı aşağıda incelenmektedir.

Eğer risk, örnekteki gibi herhangi bir kur, emtia veya endeks değerinde yaşanacak düşüş ise, türev ürünler yatırımcıya düşüşlerden de para kazanma olasılığı sunarlar. spot piyasalar için alım satımlarda kâr etme mantığı, alış fiyatından daha yüksek bir fiyattan satmak üzerine kuruludur. ilk

¹⁶ Bu örnek, veriler VOB'tan 2 Nisan 2013 tarihinde çekilerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

işlem olarak önce söz konusu mal ya da değer satın alınır. ikinci işlemse daha yüksek fiyattan satarak kâr etmektir.

Vadeli işlem piyasalarında ise amaç herhangi bir düşüş riskini hedge etmek yahut düşüşlerden de kar etmek ise, söz konusu kur, emtia veya endeks ilk işlem olarak satılır. Risk ya da beklenti olan düşüş gerçekleştiğinde satılmış olan ürün daha düşük fiyattan alınarak yerine konulur ve bu şekilde kâr edilir.

Örneğin verileri aşağıdaki gibidir:

Alacak Tutarı: 100.000 \$

Spot Fiyat: 1.8010 TL

Risk: Kurun düşmesi

Sözleşme Büyüklüğü: 1000 \$

Sözleşme Fiyatı: 1,8115 TL

Başlangıç Teminatı: 150 TL

Döviz alacaklısı olan şirketin riski kurdaki olası bir düşüş olduğu için VOB'da yapılacak olan işlem USD Doları üzerine yazılı sözleşme satışı yapmaktır. Alacak tutarı 100.000 \$ ve her bir sözleşme de 1000 \$ büyüklüğünde olduğundan dolayı, riski %100 hedge edebilmek için;

$100.000:1.000=100$ adet sözleşme satışı yapılmalıdır.

VOB'da, sözleşme başına teminat uygulaması vardır. Bu nedenle 100 adet sözleşmeyle yapılacak bir işlem için yatırılması gereken teminat tutarı:

$100 * 150 = 15.000$ TL'dir.

1.8115 TL fiyatından 1 adet sözleşme satmak demek, her bir sözleşme standart olarak 1000 \$ üzerine yazıldığı için;

$1.8115 * 1000 = 1811.5$ TL tutarında USD Doları satmak demektir.

100 adet sözleşme ile pozisyon alındığını hatırlatırsak, bu işlemde 15.000 TL karşılığında 181.150 TL'lik pozisyon taşınmış olacaktır. İşte bu, kaldıraç etkisidir.

Alacağın tahsil edileceği tarihte, riskin gerçekleştiğini ve dolar kurunun 1.7500 seviyesine düştüğü varsayalım. Bu durumda alacaklı olan şirket, reelde zarar etmiş olacaktır. Toplam zarar:

$$1.8010 - 1.7500 = 0.051 \text{ TL}$$

$$0.051 * 100.000 = 5.100 \text{ TL'dir.}$$

VOB'daki hedge pozisyonuna gelirse;

1.8115 TL fiyattan sattığımız sözleşmelerin fiyatı 1.7500 TL'ye düştüğü ve pozisyonu bu fiyattan kapattığımız varsayımıyla sözleşme başına kar:

$$1.8115 - 1.7500 = 0.0615 \text{ TL}$$

$$0.0615 * 1.000 = 61.5 \text{ TL}$$

Pozisyon 100 adet sözleşme ile kurulduğu için de toplam kar:

$$61.5 * 100 = 6.150 \text{ TL'dir.}$$

6.150 TL tutarındaki kar rakamı, hesapta bulunan 15.000 TL tutarındaki teminata eklenerek yeni portföy değeri 21.150 TL'ye yükselir.

Şirket, reel ticaretinde 5.100 TL zarar etmiş ancak bu riski vadeli işlemler piyasalarında aldığı pozisyondan ettiği 6.150 TL tutarındaki karla karşılamış olacaktır.

VOB'da ayrıca endeks 30 ve endeks 100 üzerine yazılmış iki çeşit sözleşme tipi bulunmaktadır. İşlemler ağırlıklı olarak VİOP kurulmadan önce İMKB endekslerine etki etme gücü en yüksek ilk 30 şirketin ortalama değerini

ifade eden endeks 30 üzerinden gerçekleşmekteydi. Bir başka örnek için endeks 30'u kullanılırsa;

Yine 2 Nisan tarihli vadeli endeks 30'un kapanış fiyatı 105.700 TL olarak belirlenmiştir.

$105.700/100*10=10.570$ TL; her bir endeksin parasal olarak karşılığı, yani sözleşme fiyatı/100*10 şeklinde hesap edilmektedir, bu endeks 30 için ise parasal karşılık 10.570 TL'dir.

$10.570/1035=10,21$; Nisan ayı itibariyle bir endeks 30 kontratı almanın teminatı 1035 TL'dir. Bu durumda endeks 30'un kaldıraç oranı 1:10'dur.

Endeksin yükseleceği beklentisinde olan yatırımcının 5 adet kontrat satın aldığını ancak beklentinin aksine endeks fiyatlarının 105.000 TL'ye düştüğünü ve yatırımcının 5 kontrata sahip olduğu bu pozisyonu kapattığını varsayarsak;

$1035*5=5175$ TL; yatırımcının kontratlar için ödediği teminat miktarıdır.

$10.570-10.500=70$ TL; her bir kontratın parasal değerinin düşme miktarıdır.

$70*5=350$ TL yatırımcının toplamda ettiği zarardır.

$5175-350=4825$ TL; toplam zarar yatırımcının teminat olarak yatırdığı ve portföyünde bulunan 5175 TL'den düşülür ve kalan para yatırımcının portföyünün güncellenmiş hâli olarak kalır.

Türev piyasa araçların bu mantığından yola çıkarak piyasadaki büyük oyuncuların ellerindeki parayı koruma amacıyla vadeli işlem yapma güdülerini anlaşılabilir. Yatırımcılar sistematik yani tahmin edilebilir risklerin karşısında hızla değer kaybeden hisselerini diğer taraftan VOB'da ve artık VIOP'ta satış yaparak dengelemektedirler. Çünkü hızla değer kaybeden hisselerini piyasada satamazlar ya da çok düşük fiyatlardan başlayarak dip fiyata kadar

düşerek daha büyük zarar ederler. Bu durumda bir yandan hisse senedi alırken bir yandan da vadeli işlemlerde satış yaparak türev piyasa araçlarını riskten korunma amacıyla kullanırlar.

1.4. TÜREV PİYASA İŞLEMLERİ ÇEŞİTLERİ

Getirisi başka bir kıymetin getirisine bağlanmış yani başka bir kıymetin getirisinden türetilmiş mali araçlar literatürde türev ürünler olarak yer almaktadır. Bu tür araçlar, döviz, faiz oranı, altın gibi her türlü ürün üzerinden türetilir¹⁷.

Türev ürünler

- Forward sözleşmeler,
- Future sözleşmeler,
- Swap sözleşmeler,
- Opsiyonlar olarak sıralanmaktadır.

1.4.1. Forward Sözleşmeler

Forward sözleşmeler, miktarı / oranı taraflarca standartlaştırılmış bir malın / finansal aracın, yine taraflarca belirlenmiş bir fiyattan, sözleşme tarihinde bu belirlenen özelliklerinin sabitlenip, tarafları sözleşmenin vadesi dolduğu tarihte, sözleşmede belirtilen malın / finansal aracın yine belirtilen miktarda / oranda, taraflardan birince alınması diğerince satılması sorumluluğunu taraflara yükleyen sözleşmelerdir¹⁸.

Forward sözleşmelerde önceden belirlenmiş olan vade sonuna kadar herhangi bir ödeme yapılamayacağından sözleşmenin getireceği kâr ya da

¹⁷ TCMB Sözlüğü.

¹⁸ İMKB Terimler Sözlüğü.

zararın ne kadar olacağı da yine vade sonunda belli olacaktır. Forward sözleşmelerin ilk kullanıldığı alanın döviz piyasaları olduğunu belirtmek bu noktada anlamlı olacaktır¹⁹. Döviz kurlarında sürekli var olan belirsizliğin, sonuçta zarar edilme ihtimaline rağmen giderilmesi amaçlanmıştır. Forward sözleşmelerle tarafların döviz alım satımını bugünden yapmalarına karşılık, ödemenin ve teslimatın sözleşmede belirtilen kurdan ve vadede yapılması esastır. Böylece kur sabitlenmiş olacak ve döviz kuru dalgalanmalarından taraflar etkilenmeyecektir²⁰.

Forward sözleşmelerde taraflar hem fiziksel mekân olarak hem de sözleşmelerin alım ve satımının nasıl yapılacağı konusunda işletilen belirli bir mekanizmaya sahip olmaması, bu sözleşmelerde teslim işlemini garanti eden bir kurum ya da kuruluşun olmadığı anlamına da gelmektedir. Vadeli işlemler arasında en basit yapıya sahip olmasıyla bilinen forward sözleşmeler üçüncü bir taraf olmaksızın yapıldığından, anlaşma koşullarına uyulmaması durumunda tarafların sıkıntıları ancak ticaret sözleşmelerindeki sıkıntıların çözüldüğü şekilde yani mahkemelerde çözülebilmektedir. Bu anlamda forward sözleşmeler sadece karşılıklı güven esasına dayanmaktadır.

Elbette ki sadece tarafların birbirine güvenmesi esasına dayanıyor olması tarafların bir sözleşme ile sorumluluk aldıkları gerçeğini değiştirmemektedir. Forward işlemler esasında vade sonunda teslim odaklı ve tarafların kendi kararları ile bu işlemlerden vazgeçme hakkına sahip olmadıkları işlemlerdir. Bu sebeple herhangi bir nedenle taraflardan biri, söz konusu işlemde vazgeçmek istediğinde sözleşmede girdiği yükümlülük nedeniyle, ancak “ters pozisyon” olarak işlem dengesini kurabilecektir. İlk yapılan işlem yani uzun pozisyon işleminden elde edilecek olan kâr ya da zarar, ters pozisyon alma amacıyla imzalanan ikinci forward sözleşme ile ilk sözleşme arasındaki fiyat farkı kadar olacak ve son vade tarihinde spot fiyat

¹⁹Thomas F. Siems, “10 Myths About Financial Derivatives”, Cato Policy Analysis, sayı 283, Eylül 1997, s.3.

²⁰Gündoğdu, **Forward İşlemlerinin Niteliği, Forward İşlemlerine Bağlı Olarak Gelirin ve Kanunen Kabul Edilmeyen Giderlerin Peçelenmesi**, s.67.

üzerinde bir etkiye sahip olmayacaktır. Ancak kısa pozisyondaki kâr ya da zararın ölçülmesi vade sonunda oluşacak olan spot fiyata ve kısa pozisyonun forward fiyatına bağlıdır. Bu açıklamadan yola çıkarak elde edilebilecek sonuç; ters pozisyonun iki olumlu etkisi bulunduğu ve bunlardan birisi vade tarihinin bitimine kadar forward fiyatlarında oluşabilecek dalgalanmaların taraflara yansıma ihtimalini yok etmesiyken ikincisi kâr ve zararı belli bir seviyede tutmasıdır²¹.

Forward sözleşmeler sadece iki taraf arasında ve tarafların isteğine göre şekillendirildiğinden sözleşme maddeleri tarafların tercihihine göre yönlendirilebilmektedir. Bu ise forward sözleşmelerin belli bir standardı olmadığını göstermektedir²². Forward sözleşmelerde belirlenen mal miktarı veya finansal aracın oranı/fiyatı alıcı ve satıcı tarafından belirtilebildiği için esnek olarak nitelendirilebilmesi forward piyasalarda yapılan işlemlerin bir başkası tarafından bilinmesini engellemektedir. Ayrıca forward sözleşmelerin yine bu duruma bağlı bir başka ortaya çıkan özelliği ise tedavülünün sınırlı olmasıdır; bir tarafın talebi ile daha önce yapılan forward sözleşmelerin standardı farklı olduğundan forward sözleşmelerin ikincil piyasasının varlığından veya borsada işlem görme ihtimallerinden bahsetmek çok da anlamlı olmayacaktır. Şartları iki kişi ya da kurum arasında, onların ihtiyacına göre belirlenmiş bir sözleşmenin, taraflardan birinin vazgeçmesi durumunda kendine yeni bir alıcı bulması neredeyse imkansızdır. Forward sözleşmeler tezgahüstü piyasalar olarak da adlandırılan birincil piyasalarda işlem görmektedir²³.

Forward sözleşmelerin taraflara sağladığı çeşitli faydaları ve taraflar için yol açtığı çeşitli olumsuzlukları mevcuttur.

²¹ Akçaoğlu, **Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi**, s.16.

²²Yasemin Çakır Kula, “**Tezgahüstü Türev Araçların Karşı Taraf Kredi Riskinin Ölçülmesi ve Yönetilmesi**”, Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlık Tezi, Aralık, 2008, s.7.

²³Erdinç Angın, “**Türev Piyasalar: Future, Forward, Swap ve Option İşlemleri**”, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı 203, s.43.

İleri tarih için yapılan anlaşma olması nedeniyle belirsizlikleri yüksek oranda ortadan kaldırmakta, alıcı ve satıcılara önlerini görme şansı sağlamaktadır. Satıcı konumunda olan tarafın satmak istediği malı / değeri ileri bir tarihte satmayı forward sözleşme ile garanti altına almış olması satıcı için büyük bir avantajdır. Bu avantaj ayrıca satıcının piyasadaki fiyat dalgalanmalarından yani fiyat riskinden de korunmasını sağlamaktadır. Alıcı açısından bakıldığında ise alıcının da ileri tarihte ihtiyaç duyacağı malın / değerinin fiyatının yükselmesi riskinden korunmasını sağlamakta ve bu anlamda alıcıya da büyük avantaj sunmaktadır. Ancak daha önce de bahsedilen forward sözleşmelerin taraflar açısından olumsuz yönleri de mevcuttur.

Tarafların birbirlerine güveniyor olması bu sözleşmeler için en önemli garanti unsurudur. Bu nedenle taraflardan birinin sözleşmeye uymaması veya taahhüdünü bir sebepten –ölüm, iflas vs.- yerine getirmemesi karşı tarafı zarara uğratacaktır. Bu anlamda her forward sözleşmesi esasında taraflar açısından büyük denebilecek riskler içermektedir. Bir başka olumsuzluk ise forward sözleşmelerde tarafların vade süresi dolmadan sözleşmeleri sona erdirmeleri gibi bir durum söz konusu olmadığından, görülmeye başlanan herhangi bir risk karşısında tarafların bu riske katlanmaktan başka çareleri olmamasıdır. Ayrıca forward sözleşmelerde mal veya hizmetin niteliğinin, miktarının, vadesinin, teslim yerinin ve koşullarının belirlenmesi tamamen tarafların insiyatifinde olması ilk etapta bu sözleşmelerin olumlu bir özelliği gibi görünse de sunulacak ve yararlanılacak mal ve hizmette bir standardın kazanılamamasına neden olmaktadır²⁴.

²⁴Güray Küçükkocaoğlu, “Türev Piyasaları, Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi”, Başkent Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü, s.3.

1.4.2. Futures Sözleşmeler

Futures miktarı ve kalitesi daha önceden belirlenmiş bir malın, veya oranı daha önceden belirlenmiş bir finansal aracın belirlenen bu özelliklerinin sabitlenip, tarafları sözleşmenin vadesi dolduğu tarihte, söz konusu malın / finansal aracın belirlenen miktar / oranda, taraflardan birince alınıp diğerince satılması sorumluluğunu taraflara yükleyen yasal sözleşmelerdir²⁵.

Futures sözleşmelerde futures komisyoncularının ve borsaların, takas odalarının ve markajlama sürecinin dahil olduğu bir işlem mekanizması vardır²⁶. Bu mekanizma, forward sözleşmelerin aksine futures sözleşmelerde belli bir standardizasyon olduğunun göstergesidir. Böylece futures sözleşmeler forward sözleşmelerden kesin şekilde ayrılmaktadır.

Forward piyasalarda tarafların birbirine güvenmekten başka çareleri olmamasının büyük bir handikapa sebep olduğu daha önce de belirtilmişti. Futures sözleşmeler bu handikapı ortadan kaldırmayı amaçlayan sözleşmelerdir ve bu sözleşmelerde bu önemli görevi organize borsaları üstlenmektedir. Organize borsalar, forward sözleşmelerde olmayan üçüncü taraftır; belirli bir yere, çalışma saatlerine ve kurallara sahiptir. Bu standardizasyon, sözleşme taraflarının belirli bir tarihte mal ve fiyat takasını yapmasını sağladığından, bu sözleşme tipinde likidite ve işlem hacmi forward sözleşme tipine göre çok daha fazladır. Ayrıca Futures sözleşmelerin organize borsa piyasalarında işlem görüyor olması, gelişen teknoloji ile birlikte elektronik ortamda kontrol edilebilen organize borsa piyasaları sayesinde, sözleşme taraflarına erişim kolaylığı, işlem hızı, düşük maliyet, şeffaflık gibi olanaklar sunmaktadır.

Tanım olarak önceden belirlenmiş mal miktarının önceden belirlenmiş olan vadesi geldiğinde satılması esasına dayanan forward ve futures

²⁵ TCMB Sözlüğü.

²⁶Küçükkoçaoğlu, **Türev Piyasaları,- Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi**, s.4.

sözleşmelerin farkı standardizasyona sahip olmaları ya da olmamalarına bağlı olarak işlem gördükleri piyasalar açısından ortaya çıkmaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi forward işlemlerin piyasası tezgahüstü piyasalar olarak da adlandırılır birincil piyasalarken, futures sözleşmelerin işlem gördüğü piyasalar forward işlemlerinin aksine future borsalar olarak da adlandırılan organize borsalardır. Futures sözleşmelerin forward sözleşmelerden önemli bir farkı olan fiyatın belirlenmesi unsuru da bu noktada devreye girmektedir. Amacı sözleşme taraflarını, ortaya çıkabilecek fiyat dalgalanmalarından en iyi şekilde korumak olan futures sözleşmelerde, tarafların günlük olarak elde ettiği kâr ya da zarar, işlem gördüğü organize borsa piyasalarda uzlaşma fiyatlarının günlük olarak tespit edilebilmesi sayesinde günlük olarak belirlenebilmektedir. Bu belirleme işlemine “piyasaya ayarlanma” denilmektedir. Forward sözleşmelerde tarafların vade sonu için anlaştıkları fiyat geçerliyken, futures sözleşmelerde organize borsalar menkul kıymet borsası gibi çalıştığından, anlık değişken fiyatlar söz konusu olmaktadır. Sözleşmenin yapıldığı tarihte emirlerini veren tarafların vade sonunda elde edecekleri kâr ya da zarar, vade süresince ve sonunda sözleşmeye konu olan malın veya değer arzi ve bu mala veya değere olan talebi belirlemektedir.

Futures piyasaların riski yayma özelliğine sahip olması, piyasanın katılımcılarını da artırmaktadır. Vade sonundaki fiyatın belirlenmesi doğal piyasa koşullarına bırakıldığından riski azaltmak isteyen katılımcılar hedger olarak adlandırılırken, bu süreçteki fiyat dalgalanmalarından faydalanarak kâr eden katılımcılar spekülörler olarak bilinmektedirler. Üçüncü bir katılımcı türü olan arbitrajcılar ise spot ve türev piyasalar arasında oluşan fiyat farkını kendisine alarak, risk altına girmeden kâr etmeyi amaçlamaktadırlar²⁷.

Futures sözleşmelerin hem taraflara hem de genel olarak ekonomiye sağladığı bazı faydalar ve yol açtığı bazı olumsuzluklar mevcuttur.

²⁷ Özalp, **Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları**, s.30-34.

İleride belirli bir tarihte, belirli bir mal veya finansal aracın alım-satımı için sözleşme yükümlülüğüne giren taraflar piyasalarda oluşabilecek fiyat dalgalanmalarına karşı risklerini en aza indirmektedirler. Bu yönüyle futures sözleşmeler, sözleşme yapmış taraflar açısından büyük fayda sağlamaktadırlar. Ayrıca bu sözleşme türü taraflar açısından gelecek kaygısını azalttığı için hem söz konusu malın veya finansal aracın üreticisine hem de mali kesime kendi finansal geleceklerini planlayabilme şansı tanımaktadır. Böylece futures sözleşmeler, çeşitli finans kesimlerine sağladığı netlik ile stoklama maliyetlerini, sigortalama maliyetlerini ve finansman maliyetlerini olabildiğince aza indirme avantajlarını da sağlamaktadır. Futures sözleşmeler spekülasyon ve arbitraj ile fiyat etkinliği sağlayarak dolaylı yoldan tüketiciye de fayda sağlamaktadır. Ayrıca yeni yatırım araçları yaratan futures sözleşmeler, atıl fonların ekonomiye kazandırılması noktasında da olumlu etki yaratarak ekonominin geneline faydalı olmaktadır.

Futures sözleşmelerde sözleşmenin sona ermesi malın ya fiziki olarak teslim edilmesi ya da uzlaşma yoluna gidilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Ancak futures sözleşmelerde pozisyonlar genelde vade sonuna kadar açık kalmamakta, forward sözleşmelerdeki gibi ters pozisyon yapılarak açık olan pozisyon kapatılmaktadır²⁸.

Miktarı veya oranı önceden belirlenmiş bir mal veya finansal aracın belirlenen ileri bir tarihte teslim alınması ve alınıp satılması tanımlarıyla birbiriyile benzerlik gösteren forward ve futures sözleşmelerin özellikle birkaç temel vardır. Bunlardan bir tanesi future işlemlerin organize borsalarda işlem görmesidir. Standartlaşmanın sağlanabildiği piyasalar olarak bilinen organize borsalar future piyasaların işlem gördüğü piyasalar olarak bilinirken, belirli bir standarda sahip olmayan forward sözleşmeler tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Organize borsa işlemleri günümüzde elektronik ortamda da takip edilebilir olduğundan future sözleşmeler, forward sözleşmelerden erişim

²⁸ Siems, **10 Myths About Financial Derivatives**, s.4.

kolaylığı, işlem hızı, bilgi aktarımında kesinlik, düşük maliyet, sınırsız kullanımcıya hizmet verilmesi, gerçek zamanlı işlem ve işlem teyit edebilme gibi önemli konularda birbirlerinden neredeyse tamamen ayrılmaktadır bu da future işlemlerin daha seri el değiştirmesini sağlamaktadır. Bu anlamda futures sözleşmelerin likiditesi yüksektir.

Future işlemlerin yapılabilmesi için bir teminat yatırılması şart iken forward sözleşmelerde teminat sistemi yoktur.

Futures işlemler organize borsalarda gerçekleştirildiği için forward sözleşmelerde olmayan bir işlem mekanizmasına sahiplerdir. Forward sözleşmelerdeki bu mekanizma organları²⁹:

- Futures komisyoncuları ve borsalar
- Marjlama süreci
- Takas odaları olarak 3'e ayrılmaktadır.

Futures komisyoncularının görevi, futures sözleşmelerle ilgili alım satım işlemi yapmak isteyen müşterilerden teminatları toplamak, hesap durumlarını kontrol etmek ve tüm işlem faaliyetlerini kaydedip bunları raporlamak olarak ifade edilebilir.

Marjlama süreci; futures sözleşmelerdeki alıcı ve satıcı pozisyonlarının kur, faiz, ve endeks değişimlerinin takas odaları tarafından günlük olarak dengelenmesini ifade etmektedir.

Takas odaları ise her vadeli işlem borsasının sahip olduğu, futures işlemlerde günlük fiyat farklarından ortaya çıkan kısa ve uzun pozisyonları yine günlük olarak dengeleme amacı taşıyan odalardır. Bu anlamda futures sözleşmelerde sağlanması gereken güven unsurunun en önemli aracı şeklinde de tanımlanabilen takas odalarının diğer görevleri ise futures

²⁹ H. Ayşe Eyüpoğlu Aksel, , "Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, **SPK Yayınları**, No:21, Ankara, 1995, s.37.

sözleşmeleri kur, faiz ve endeks değişimlerini pazara uygun şekilde yansıtmak ve marj hesaplarını takip ederek gerek görüldüğünde alıcı ve satıcılardan ek teminat ya da marj talep etmektir. Takas odalarının varlığı bu anlamda futures sözleşmelerin kredi riskini minimize etmektedir.

Futures sözleşmelerin bitişi daha çok pozisyon kapama ile olurken forward sözleşmeler ise kural olarak edimlerin ifası ile bitmekte nadir olarak ise tarafların nakdi uzlaşmaya gitmesi ile son bulmaktadır.

Bu iki sözleşme türünün bir diğer farkı ise futures sözleşmelerin aracı kurumlar ile her portföyden yatırımcıya hitap ederken forward sözleşmeleri bankalar arasında veya bankalar ile büyük yatırımcılar arasında yapılmasıdır³⁰.

Futures ve forward sözleşmeler ayrıca vade sonundaki fiyatın belirlenme şekliyle birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Fiyat belirlenirken oluşan bu ayrımın temel sebebi en başta belli bir işlem mekanizmasına sahip olup olmamasıyla kazandıkları standardizasyondur. Sözleşmenin, tarafların insiyatifinden çıkıp, işlemlerin belirli yer, çalışma saati ve kurallar bütünü çerçevesinde yapılmasını öngören futures sözleşmeler bahsedilen bu standarda sahip olan sözleşmelerdir. Bunun aksine, miktar, mal ve hatta fiyatın tamamen tarafların insiyatifinde olduğu forward piyasalarda ise bir standarttan bahsetmek mümkün değildir. Standardizasyon futures sözleşmelerle yapılan işlemlerin güvenilirliğini hem vade sonunda teslim edilecek mallar hem de tarafların teslim edeceği tarihler belli olduğu için artırmakta ve bu da işlem hacminin artmasını sağlamaktadır. Forward sözleşmelerden farklı olarak futures sözleşmelerde kâr zarar durumunu öğrenmek için vade sonunu beklemeye gerek yoktur, gündelik olarak takip edebilme şansı uzlaşma fiyatlarının karşılaştırılması ile doğmaktadır.

Forward ve futures sözleşmeler arasındaki temel farkları toparlayacak olursak aşağıda Tablo 1'de görüldüğü üzere teslim tarihi ve yeri, İşlemin

³⁰ Aksel, **age**, s.38.

gerçekleşmesi, günlük fiyat oynamaları, denetleme işlem maliyeti, fiyat, miktar ve vade konularında bu sözleşmeler birbirinden farklılık göstermektedir.

Tablo 1: Forward ve Futures Sözleşmeler Arasındaki Farklar

Fark Konusu	Forward	Futures
Teslim Tarihi	İki taraf arasında belirlenir.	Teslim yeri ve günü standarttır.
Miktar	İşlem hacmi ve kredi riskine bağlıdır.	Miktar standarttır.
Vade	Taraflar arasında belirlenir.	Sadece belirli tarihlerde mümkündür.
İşlem Maliyeti	Alış ve satış fiyatları arasındaki farktan ibarettir.	Aracılara ödenen komisyondur.
Fiyat	Taraflar arasında pazarlıkla belirlenebilen fiyattır.	Borsada belirlenen kesin fiyattır.
İşlemin Gerçekleşmesi	Her türlü iletişim aracı ile mümkündür.	Sadece işlem salonunda kotasyon ile mümkündür.
Günlük Fiyat Oynamaları	Vadeye kadar mümkün değildir.	Piyasa koşullarına göre şekillenir.
Denetleme	Tarafların güvenine dayalıdır.	Borsa ve takasbank tarafından yapılır.
Sözleşmenin Sona Erme Şekli	Pozisyonun kapatılmasıyla.	Edimlerin ifası ile yapılır.
Sözleşmelerin Kullanıcı Profili	Her yatırımcı ile yapılmaktadır.	Sadece bankalar arası ya da bankalar ve büyük yatırımcılar arasında yapılmaktadır.

Kaynak: Küçükkoçaoğlu, **Türev Piyasaları,- Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi**, Ozan Çağlar, **Forward ve Futures Sözleşmeler** ve Siems, **10 Myths About Financial Derivatives** çalışmalarından derlenmiştir.

1.4.3. Swap Sözleşmeler

Kelime anlamı değiş tokuş olan swap; iki tarafın bir varlık ya da yükümlülüğe bağlı olan nakit akışlarını aralarında değiştirdikleri işlemdir³¹. Swap sözleşmelerde sözleşmeye konu olan miktar, vade, teslim tarihi ve fiyat gibi unsurlar tamamen tarafların isteğine göre şekillendirilebilmekte, bu sözleşmeler belirli bir şekil şartı taşımamaktadırlar. Genellikle orta vadeli yani 3-10 yıl arası işlemler olarak kullanılmaktadırlar. Belirli bir standardizasyonu olmaması nedeniyle de örgütlenmemiş piyasalarda işlem görürler.

Özellikle farklı piyasalarda, farklı kredi değerliliğine sahip olan tarafların -ki bu taraflar genel olarak kuruluşlardır- rekabetçi olarak üstün taraflarından fayda sağlamayı amaçlayarak, tarafların nakit akışlarının bu doğrultuda değiş tokuş edilmesi ile gerçekleşen swap sözleşmeler esasında arbitrajdan sağlanan fayda olarak da ifade edilebilmektedir³².

Amacı faiz oranları ile döviz kurlarındaki değişmeler sonucunda ortaya çıkan riski en aza indirmek olan swap sözleşmeler bu özelliği ile düşük maliyetli finansman sağlamayı, kısa dönem bilanço stratejilerini uygulamayı, hizmet geliri elde etmeyi ve spekülasyon yapmayı mümkün kılmaktadır.

Swap sözleşmelerin işlem gördüğü piyasalar swap piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Swap piyasalarda, tarafların tek başlarına üçüncü bir tarafa karşı borçlanırlarken kendi faydalarına göre belirledikleri para cinslerinin ve finansal araç tiplerinin, üçüncü tarafa yapacakları nakit akışını takas ettiklerinde karşı tarafa geçiyor olması, swap sözleşmelerin piyasalar arasındaki geçişkenliği sağlıyor olduğunun bir göstergesidir. Yani swap sözleşmeler taraflara, artık tercih etmiyor oldukları nakit akış şeklinden, birilerinin fayda sağlayacağı şekilde kurtulmayı sağlamaktadır. Bu ise swap sözleşmelerin taraflara maliyet tasarrufu sağlarken buna ek olarak bu tasarrufların en verimli şekilde yönlendirilmesine de aracılık etmektedir.

³¹ TCMB Sözlüğü.

³² Akçaoğlu, **Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi**, s.21.

Swap türlerini para swapı ve faiz swapı olarak temelde iki ana grupta incelemek mümkündür.

Döviz swapı olarak da bilinen para swapı; faiz oranı riskiyle karşı karşıya olan yükümlülerin belli bir tarihte değiş tokuş yapılması taahhüdüyle, genelde iki taraftan birinin varlığı için sabit faiz oranı üzerinden ödeme yapmayı taahhüt ederken, karşı tarafın varlığı için değişken faiz oranına endekslenmiş bir şekilde ödeme yapmayı kabul ettiği sözleşmelerdir. Para swapında ilk gün tarafların anaparaları el değiştirirken, borcun faiz ödeme günü geldiğinde faizler el değiştirmektedir. Nihayetinde sözleşmenin vadesi dolduğunda ilk anlaşılan pariteden anaparalar tekrar el değiştirmektedir. Bu bağlamda Amerikan Doları cinsinden parası bulunan bir kuruluşun, Euro cinsinden borcu olduğu varsayılırsa bir rasyonel tüketicinin davranacağı gibi bu kuruluş da Amerikan Dolarının Euro karşısında değerlenmesini beklemek isteyecektir. Aksi halde parasını Euro cinsine çevirecek ve ileri bir tarihte Amerikan Dolarının Euro cinsinden değeri artarsa kuruluş da bu artış kadar zarar edecektir. Ancak para swapı yaparak kuruluş bu riskini en aza indirgeyebilecektir. Kuruluş değiş tokuş yapacağı bir karşı taraf bulabilirse, elindeki Amerikan Dolarını o günkü parite üzerinden Euro ile değiştirebilecektir. Bu değişim sonucu Euro cinsinden olan borcunu ödeyen kuruluş, swap sözleşmelerin özelliği olarak karşı tarafla birlikte Amerikan Doları ve Euro faizlerini ve vadesini de belirleyebilecektir. İşlemin vadesi geldiğinde kuruluş belirlenen bu faizler üzerinden, Euro karşılığında verdiği Amerikan Dolarlarını geri alacak ve karşı tarafa ödenmesi gereken Euro için Amerikan Doları o günkü parite üzerinden çevrilecektir. Bu şekilde kuruluş, esasında en başında, parasını o zamanın paritesinden çevirseydi edeceği zararı en aza indirmiştir. Ancak vade tarihinde kurlarda büyük değişikliklerin olma ihtimali de göz önünde bulundurulursa, para swapının faiz swaplarından ve forward sözleşmelerden daha riskli olabileceği de unutulmamalıdır³³.

³³ Siems, **10 Myths About Financial Derivatives**, s.7.

Faiz swapı ise kredi değeri olan kuruluşların aynı vadeli, aynı anapara tutarlı ve birimli borçlarının faiz ödemelerini birbirleriyle değiştirmelerini öngören sözleşmelerdir. Burada esas olan faiz oranlarının farklı olmasıdır. Genelde taraflardan biri sabit faiz oranından ödeme yapmayı taahhüt ederken diğer taraf değişken faiz oranına razı olmaktadır. Para swapından farklı olarak, faiz swapında anapara değişimi söz konusu değildir. Taraflar birbirlerinin sadece faizlerini öderler. Bu anlamda riski de para swapından daha azdır ve uluslararası piyasalarda, bu sebepten daha çok rağbet görmektedirler³⁴.

Swap sözleşmeleri daha önce bahsedilen forward ve futures sözleşmelerle karşılaştırılırsa ilk fark future ve forward sözleşmelerde riski minimize etmeye çalışmanın yanında spekülasyon hedefinin olması da öne çıkarken, swap sözleşme tarafları sadece risklerini minimize etmesidir. Ayrıca:

- Forward ve future sözleşmeler genel olarak kısa vadeliyken, swap sözleşme tarafları genel olarak değiş tokuşu 3-10 yıl arasında yaparak orta vadeli işlemler yapmaktadırlar.
- Future ve forward sözleşmelerde taraflardan birinin bu sözleşmeden fayda sağlayamayabileceği söz konusuysen, swap sözleşmelerde her iki taraf da az ya da çok fayda sağlayabilmektedirler.
- Future ve forward sözleşmeler ancak alıcı ve satıcı arasında yapılabilmekteyken swap sözleşmeler genel olarak bankalar aracılığıyla yapılmaktadır. Yani swap sözleşmeler daha çok sayıda yapılabilmektedir. Bu anlamda swap sözleşmelerin işlem hacminin diğerlerinden daha fazla olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

³⁴A.g.m., s.8.

1.4.4. Opsiyon Sözleşmeler

Belirli bir kıymeti, önceden belli bir vade ve fiyattan alma-satma hakkı veren kontratlardır. Kontratı elinde tutan, kontrata konu olan kıymeti alma veya satma hakkına sahip olurken, kontrattan kaynaklanan herhangi bir yükümlülüğü yoktur. Kontratı satan (yazan) taraf ise vadede kontratı elinde tutan tarafın, kontrata konu olan kıymeti kontrat şartları içerisinde almak-satmak istemesi halinde, sözleşme hükümlerini yerine getirmekle yükümlüdür. Opsiyonu satan (yazan) taraflar bu işlem karşılığı prim geliri elde etmektedirler. Belirsizliğin yüksek olduğu piyasalarda, kontrat karşılığı prim talepleri çok yüksek boyutlara ulaşabilmektedir³⁵.

Opsiyon sözleşmelerindeki tarafların adları diğer sözleşmelerden farklıdır. Opsiyon hakkını karşı tarafa satacak olan taraf keşideci, keşideciden ileride belirlenmiş olan bir tarihte belli bir malı, belli bir fiyattan alma hakkına keşideci sayesinde sahip olan taraf lehdar olarak adlandırılmaktadır. Opsiyon sözleşmelerinde söz konusu hakkı satan taraf kısa pozisyon alan taraftır. Opsiyon hakkını tek taraflı beyanı ile yazıcıyı sözleşmeye konu olan malı veya finansal aracı satmak veya kendisinden almak konusunda sorumluluk yükleyen taraf ise alıcı olarak adlandırılmaktadır. Alıcılar opsiyon sözleşmelerinde uzun pozisyon alan taraftır³⁶.

Opsiyon sözleşmelerin taraflar açısından en önemli özelliği taraflardan opsiyonu alan, opsiyonu satan yazıcıya "opsiyon primi" adı altında bir ödeme yapmaktadır. Böylece primi alan yazıcı artık sözleşmeye bağlı hale gelirken, alıcı sadece opsiyonu kullanma hakkını kazanmıştır ve bu hakkı kullanıp kullanmama sadece alıcının insiyatifindedir³⁷. Opsiyon primi sözleşmeye konu olan malın sözleşmenin yapıldığı veya vadenin geldiği zamanki ederinden bağımsızdır. Opsiyon primi sadece yazıcının bu hakkı karşı tarafa

³⁵ TCMB Sözlüğü.

³⁶ Akçaoğlu, **Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi**, s.28.

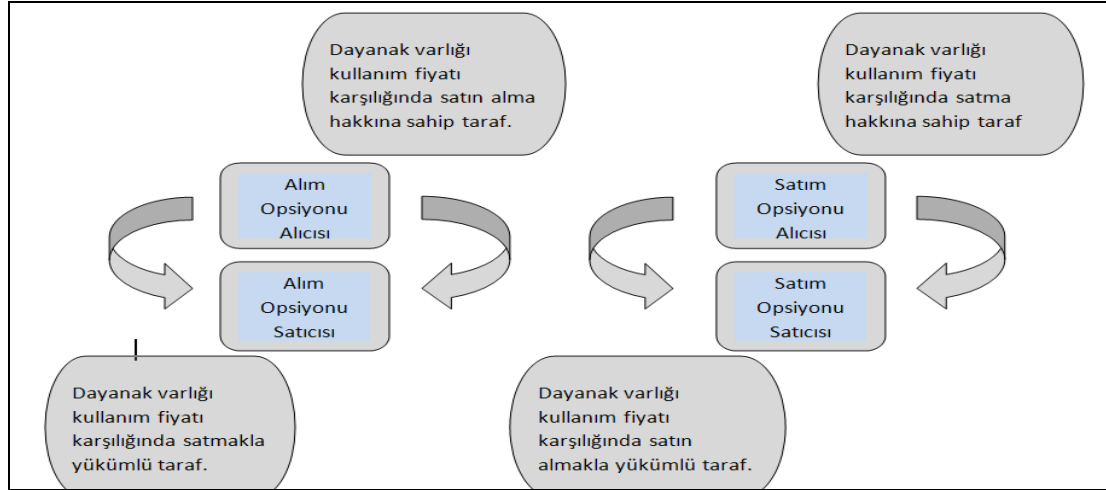
³⁷ Küçükocaoğlu, **Türev Piyasaları,- Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi**, s.5.

devrederken aldığı riskin karşılığı olarak düşünülebilir ve peşin olarak ödenir. Buradan yola çıkarak; opsiyonu satan kişinin kârı sadece elde ettiği prim kadarken, bu opsiyon alıcı tarafından kullanılmazsa büyüklüğü duruma bağlı değişecek şekilde zarar etme riski yüksektir. Ancak opsiyon sözleşmesini, opsiyon primi ödeyerek gerçekleştiren alıcının zararı en fazla ödediği bu prim kadar olacakken, kârı yine duruma bağlı değişecek şekilde ama fazladır.

Opsiyon sözleşmelerinin tercih edilme sebebi opsiyon hakkını satın alan kişinin kendini fiyat dalgalanmalarından ve diğer her türlü riskten koruma güdüsüdür. Örneğin Amerikan Doları cinsinden borcu olan bir tüccarın ileriki bir zamanda ödeme yapacağı zaman Türk Lirası'nın Amerikan Doları karşısında değer kaybetme riskini almamak için, söz konusu tarihte Amerikan Dolarını belirli bir Türk Lirası karşılığında alma hakkını kendisine sağlayan opsiyon sözleşmesi satın alır. Eğer söz konusu tarihte, sözleşmede garanti edilen durumdan daha iyi bir durumda olunursa kişi sözleşme primini ödediği bu opsiyonu kullanmayacak ve sadece prim miktarı kadar zarar edecektir. Ancak gerçekten tüccarın korktuğu gibi Türk Lirası, Amerikan Doları karşısında değer kaybederse, satın aldığı bu opsiyonu kullanarak borç öderken zarar etme riskinden korunmuş olacaktır. Benzer korunma alanları olarak faiz oranları, tahvil fiyatları ve hisse senetleri gibi enstrümanlar da sayılabilir³⁸.

³⁸ Özalp, **Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye'de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları**, s.40.

Şekil 1: Opsiyon Alım-Satım Anlatımının Gösterimi



Kaynak: VOB, 2012.

Opsiyon sözleşmelerinin temel olarak içermesi gereken bazı bilgiler vardır.

- Opsiyonun tipi
- Sözleşmenin tipi
- Opsiyona konu olan mal ve kıymetin ne olduğu
- Kullanım fiyatı
- Vade sonu
- Prim
- Opsiyona konu olan mal ve kıymetin fiyat değişkenliği (volalitesi)

Sözleşmede bulunan opsiyonun tipi maddesinden kasıt Avrupa tipi veya Amerika tipi opsiyon olup olmadığıken, sözleşmenin tipinden kastedilen alım-satım sözleşmelerinden hangisi olduğudur.

Opsiyonlar kullanım sürelerine, alınan pozisyonlar açısından ve kârlılık durumuna göre 3 ayrı ana grupta incelenebilmektedir:

- Avrupa tipi ve Amerika tipi opsiyonlar
- Alım - satım opsiyonları

- Kârda- zararda- başa baş opsiyonlar

Avrupa ve Amerika tipi opsiyonlar arasındaki en önemli ve tek fark pozisyon sahibinin haklarını kullanabileceği zaman diliminden kaynaklanmaktadır. Avrupa tipi opsiyonlarda uzun pozisyon sahibi taraf opsiyon hakkını sadece vade bitim tarihinde borsa tarafından belirlenen zaman diliminde kullanabilirken, Amerikan tipi opsiyonlarda aynı taraf opsiyon hakkını opsiyonun yazım tarihi ile vadesi arasında kalmak kaydıyla ihtiyacı ve isteği doğrultusunda kullanabilir.

Alım satım opsiyonlarında, opsiyonun ödenen prim karşılığında alınma ve satılma haklarının kullanılması söz konusudur. Alım opsiyonu alan yatırımcı, belli bir vade içerisinde veya vadede, opsiyona konu olan belli bir değeri, opsiyonu satan yatırımcıya ödediği bir prim karşılığında belli bir fiyattan alma hakkına sahip olur. Satım opsiyonu alan bir yatırımcı ise belli bir vade içerisinde veya vadede, opsiyona konu olan bir değeri, opsiyonu satan yatırımcıya ödediği bir prim karşılığında belli bir fiyattan satma hakkına sahip olur³⁹.

Opsiyonların bu durumları örneklenirse ; bir şirket üzerine yazılmış 100 lot, vadesi 12.02.2011 ve kullanım fiyatı 8 TL ve primi 50 TL olan bir alım opsiyonu almanın anlamı 12.02.2011 tarihinde spot piyasada bu hissenin fiyatı 9 TL olsa dahi yine de bir adet hisseyi 8 TL'den, 100 lot alabilmek demektir. Yani bu opsiyonun alınma sebebi bu şirket hisselerinin fiyatının vade tarihinde 8 TL'den daha büyük olacağı beklentisidir. Tersine şekilde bu opsiyonu satan kişinin beklentisi ise bu hissenin fiyatının 8 TL'nin altında olacağı ya da en azından 8tl'de kalacağı beklentisidir.

Vade tarihi geldiğinde spot fiyat > kullanım fiyatı ise yani hissenin fiyatı 9tl olmuşsa bu alıcının kârı: $50/100= 0.5$ TL lot başına prim maliyeti

³⁹ Tezer Öçal, Ömer Faruk Çolak, “**Finansal Sistem ve Bankalar**”, Nobel Yayınları, Ankara, 1999, s.263-264.

olduğundan $8+0.5=8.5$ TL ye toplamda mâl olduğundan lot başına elde edilen kâr $9-8.5=0.5$ TL olacaktır. $100*0.5=50$ TL toplam kârı olacaktır.

Vade tarihi geldiğinde spot fiyat < kullanım fiyatı ise yani hissenin fiyatı 7tl'ye düşmüşse bu opsiyonun verdiği "hak" kullanılmaz, alıcının tek zararı da ödediği 50TL prim olarak kalır.

Bu durum opsiyonu satan kişi tarafından düşünülecek olursa; hissenin fiyatı 9tl'ye çıktığında alıcı taraf bu opsiyonu kullanmak isterse –ki isteyecek-, satıcı taraf yukarıda yapılan hesaba göre 8.5 TL'den bu opsiyonu teslim etme "yükümlülüğünde"dir. Bu sebeple opsiyon yazılırken, satıcının (yazan taraf) korumalı olması önem arz etmektedir.

1.5. TÜREV PİYASA İŞLEMLERİNDE TAKAS VE TEMİNAT

Türev piyasa işlemlerinde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında ise alıcı konumuna geçmek suretiyle hak ve yükümlülükleri teminat altına alan takas odaları mevcuttur. Bu şekilde türev piyasa işlemlerinde alıcı ya da satıcı taraf olma durumundan kaynaklanan risk ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır.

Takas kurumu, vadeli işlem borsasında işlem gören vadeli işlemleri teminat sistemini uygulayarak garanti altına almaktadır. Teminatlar borsa tarafından olası günlük zararı karşılayacak miktarda borsa tarafından belirlenir ve belirlenen bu teminat miktarını taraflar yatırmak zorundadır. Bu şekilde vadeli işlemlerin garanti altına alınması ve sözleşmelerde standardın yakalanması vadeli işlem sözleşmelerini alım satım aracına dönüştürmüştür.

Bahsedilmiş olan bu teminatlar dört ayrı şekilde ifade edilmektedir;

Bunlardan işlem teminatları; vadeli işlem mekanizmasının güvenlik sistemi olarak da bilinmekte olup, her pozisyonun açılışında işlem yapılacak sözleşme için belirlenen en yüksek günlük fiyat hareket limitine yakın olan

teminatlardır. Bu teminatlar sürekli yenilenir ve sürdürme teminatı olarak adlandırılan ve aslında minimum tutarı ifade eden teminatın altına düşmeyecek şekilde belirlenir.

Başlangıç teminatları; pozisyonların açılmasıyla yatırılması gereken teminatlardır. Gerekli görülmesi halinde pozisyon gün içinde tutulmuş dahi olsa başlangıç teminatlarının bir kısmı ya da tamamı istenebilmektedir.

Sürdürme teminatları ise; teminat miktarlarının günlük fiyat hareketleriyle birlikte değişmesi durumunda korunması gereken en alt limiti temsil etmektedir. Yani alınan pozisyonlarda vadeli işlem ya da opsiyon işlemlerinde bir değer kaybı olursa başlangıç teminatı sürdürme teminatının altına düşerse yapılan tamamlama çağrısı ile teminatların başlangıç teminatına ulaşması sağlanır.

Asgari teminatlar; sermaye piyasası kurumu tarafından değişen piyasa koşulları karşısında başlangıç ya da sürdürme teminat oran ya da miktarlarına getirilebilen asgari sınırı ifade etmektedir.

VOB'da ayrıca başlangıç teminatlarının miktarı sözleşmelerde belirtilir. Gerek görüldüğü durumlarda takasbank tarafından bu teminatlara ihtiyaç duyulduğunun çağrısı yapılır. VOB'da ayrıca olağanüstü durum teminatı olarak adlandırılan, borsa yönetmeliğinde esasları belirlenmiş olan çerçeveye uygun olarak başlangıç teminatına ek bir teminat çeşidi de bulunmakta ve bunlara da "olağanüstü teminat"lar adı verilmektedir⁴⁰.

1.6. TÜREV PİYASALARDA RİSK FAKTÖRÜ

Finansal piyasa riski katılımcının finansal sorumluluklarını karşılayamama durumunda olma ihtimalidir.

⁴⁰ VOB, 2013.

Değeri, bir başka finansal mal veya varlığın değerine direkt olarak endekslenmiş olan finansal varlıkların türev piyasa araçları olduğu daha önce de belirtilmiştir. Dolayısıyla türev piyasa araçlarının temel görevi yatırımcının finansal piyasada aldığı sorumluluğu azaltmak amacıyla riskini yaymak ve hatta mümkün olduğunca kâra geçmesini sağlamaktır. Ancak bilinmelidir ki türev araçlar da iyi analiz edilmeyip doğru şekilde kullanılmazsa yatırımcıyı daha büyük riske sokabilecek araçlardır. Türev piyasa araçlarının kullanımında verilen karar sonucunda en verimli sonucu alabilmek için her an ulaşılabilecek doğru bilginin sürekli olarak bilgi akışı sağlanmalıdır. Türev piyasa araç risklerini tetikleyen birçok etken olabilmektedir ve bunların başında elbette ekonomik faktörler gelmektedir. Bunun dışında ülke ekonomilerinde artık büyük rol oynayan siyasi durum, ekonomik açıdan ülkenin diğer ülkelere göre konumu, ülkelerin finansal yapılarını küreselleştirilmesinde büyük rol oynadığı kabul gören ulusal ve uluslararası çalışan kurumlardan banka ve firmaların ekonomik durumları ve buldukları alan içinde ne derece etkin bir güce sahip oldukları gibi değişkenlerin her biri önemli birer risk etkeni olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Tüm bu etkenlerin mevcut olup olmamasının yanı sıra içinde bulunulan durumu doğru şekilde algılayıp yorumlayacak yatırımcılar veya yatırım danışmanları da riskin bir diğer yüzünü oluşturmaktadır⁴¹.

1.6.1. Türev Piyasalarda Mevcut Olan Önemli Risk Faktörleri

Finansal türev piyasalardaki risk türlerini temelde fiyat riski, kredi riski ve likidite riski olmak üzere üç ana başlık altında incelenmiştir.

⁴¹Ernur Demir Abaan, “Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, Şubat, 2002, s.62.

1.6.1.1. Fiyat Riski

Fiyat riski temel olarak yatırımcının yatırım yapacağı bir ürünün belirlenmiş ileri bir tarihteki fiyatının yatırımcı tarafından öngörülen fiyattan farklılaşmasıyla bir başka tanıma göre de döviz kurlarında veya faiz oranlarında görülen değişikliklerin piyasa fiyatlarına yansımalarıdır. Fiyat riskinden kasıt bu farklılaşmanın öngörülen fiyatın yalnızca daha düşük olması değildir. Piyasadaki fiyat beklentilerinin değişken olmadığı durumlarda oluşacak fiyatın öngörülen fiyatın altında olması ya da olmaması aynı ihtimali ve riski taşımaktadır. Fiyat riskine neden olan iki temel değişkeni döviz kuru riski ve faiz oranı riski olarak ifade edilmektedir.

1.6.1.1.1. Döviz Kuru Riski

Ülke parasının yabancı ülke paraları karşısındaki değerini de belirlemeye yarayan döviz kurunun sürekli veya büyük değişiklik göstermesini döviz kuru riski olarak tanımlanmaktadır. Döviz kuru riskine sebep olarak⁴²;

- İşlem riski
- Çeviri riski
- Ekonomik risk gösterilmektedir.

Döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların, aslında yatırımcılar tarafından beklenen nakit akımlarını olumlu ya da olumsuz olarak etkileyebilmesi ve bunun sonucunda elde edilen kâr veya zarar işlem riski olarak açıklanmaktadır.

Döviz işlemlerinin yatırımcıların muhasebeleri tutulurken yerel para cinsine çevrilmesi zorunluluğunun getirdiği bir sonuç olan ve muhasebe ya da

⁴²Nurcan, “Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Uygulamaları”, s.8.

bilanço riski olarak da adlandırılan çeviri riski, para cinslerinin çevrilmesi sırasında döviz kuru riskine sebep olabilmektedir.

İşlem ve çeviri risklerine göre daha geniş kapsamlı bir tanıma sahip olan ekonomik riski kısaca yatırımcının döviz kuruna ihtiyaç duyduğu yurt dışı yatırımlarını yaparken rakiplerinin döviz kurlarının da en az kendi döviz kuru kadar önemli oluşunu ifade etmektedir⁴³.

1.6.1.1.2. Faiz Oranı Riski

Yatırımcının elde ettiği getiri oranı beklediği getiri oranından faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak sapıyorsa faiz oranı riskinden bahsedilir. Faiz oranı riskine neden olarak;

- Nakit akış riski
- Portföy riski
- Ekonomik riski sayılmaktadır.

Nakit akış riski, değişken faizli bir borçlanma olduğu varsayımı altında, yatırımcıların ileri bir tarihte planladığı borçlanmanın ödemelerini yaparken veya faiz yenileme döneminde faiz oranlarının artması ile artan borç faizleri nedeniyle yatırımcının nakde olan ihtiyacının artması olarak tanımlanmaktadır. Elbette bu risk borç veren açısından da geçerlidir.

Portföy riski, yatırımcıların faiz oranlarında meydana gelen bir artışın tetikleyeceği portföy değerlerindeki düşüş olarak ifade edilmektedir.

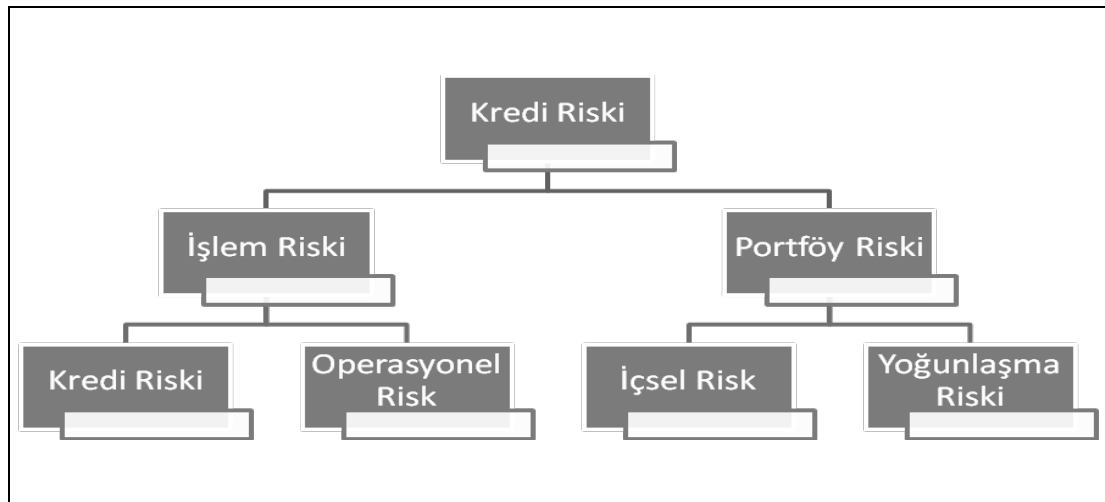
Faiz oranındaki değişimden kaynaklanan ekonomik risk, yatırımcının ödemesi gereken kredi borcunun bulunması gibi kendi ekonomik durumundan dolayı faiz oranlarındaki değişimden etkilenmesidir.

⁴³Nurcan, **a.g.m.**, s.10.

1.6.1.2. Kredi Riski

Yatırımcının anlaşmaya vardığı karşı tarafın finansal yükümlülüğünü tam olarak ve zamanında yerine getirmemesi ihtimalinden doğan risk kredi riski olarak adlandırılmaktadır. Forward ve swap işlemlerinin daha yoğun görüldüğü tezgah üstü piyasalarda kredi riski teminat sistemi ve takas odalarının durumuna bağlı olarak daha yüksekken garantörlerin bulunduğu organize borsalarda kredi riski daha düşüktür⁴⁴.

Şekil 2: Kredi Riski Bileşenleri



Kaynak: Akçaoğlu, Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi ve Deloitte&Touche, Deloitte&Touche Risk Yönetimi araştırması çalışmalarından derlenmiştir.

Şekil 2’de görüldüğü üzere kredi riskinin bileşenleri olarak temelde iki risk vardır bunlardan biri işlem riski iken diğeri portföy riskidir. İşlem riski de kendi içinde kredi riski ve operasyonel risk olarak iki kola ayrılmaktadır. Diğer taraftan portföy riski içsel risk ve yoğunlaşma risk olarak iki kola ayrılmaktadır.

⁴⁴Akçaoğlu, Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, s.7.

1.6.1.3. Likidite Riski

Yatırımcının nakit akışının yeterince dengeli olmadığı durumlarda bir pozisyonu karşılayacak veya ters işlem yapabilecek likidi tam olarak ve zamanında elinde bulunduramaması riskine likidite riski denmektedir⁴⁵.

Tüm bu risklerin yanı sıra karşı tarafın ödeme yükümlülüklerini elinde yeterli fon bulunmaması nedeniyle tam ve zamanında karşılayamaması fonlama riski olarak tanımlanırken⁴⁶, finansal yatırımcının bilgi işletim veya iç kontrol sistemindeki sıkıntılardan dolayı uğradığı kayıplar operasyonel risk olarak tanımlanmaktadır.

1.6.2. Türev Piyasalarda Riskten Korunma Yolları

Saymış olduğumuz türev piyasaların neden olduğu riskleri engellemek ya da iyi yönetebilmek için gereken en önemli şey riski doğru ölçmek ve bazı korunma amaçlı tedbirlerin uygulanması gerekmektedir. En son yaşanan küresel ekonomik kriz başta olmak üzere özellikle finansal piyasalar küreselleşme yolunda ilerlemeye başladığı zamandan sonra olan uluslararası finans krizlerinin neredeyse hepsinde risk yönetiminin etkin bir şekilde sağlanamaması en önemli sebep olarak görülmektedir. Risk yönetiminin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için ise daha önce de bahsedildiği gibi türev piyasa araçları hakkında şeffaflık kavramı olarak adlandırılan bilgiye sürekli ve kolayca ulaşabilmek ve bu bilgileri iyi yorumlayabilmek gerekmektedir. Bu gereklilik beraberinde bankacılık sisteminin her ülke bazında ve ayrıca uluslararası platformda yeni bir takım düzenlemelere gitmesinin de önünü açmıştır⁴⁷.

⁴⁵ Deloitte&Touche, Deloitte&Touche Risk Yönetimi Araştırması, **Deloitte&Touche Risk Yönetimi Haber Bülteni**, Sayı 2, 2001, (2002 a).

⁴⁶ Özalp, “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, s.50.

⁴⁷Gazi, Erçel, **Finansal Risk Yönetimi**, 6. Yıllık “Global Finance Conference.

Türev araç risklerinden korunmak, bu riski etkin bir şekilde yönetebilmek ve en azından üye ülkeler arasında finansal piyasalarda denetimi ortak paydada tutabilmek için gereklilikleri sağlayabilmek adına Basel Komitesi olarak da bilinen “Bankacılık Düzenleme ve Denetim Uygulamaları Komitesi” 1974 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası bünyesinde, G-10 ülkeleri yani Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Hollanda, İsveç, İsviçre, İngiltere, İspanya ve Amerika Birleşik Devletleri’nin Merkez Bankaları tarafından oluşturulmuş on üç üye ülke ile kurulmuştur. Komitenin yasal olarak bir yaptırımı ve resmi bir statüsü olmamakla birlikte ilgili ülkelerde bulunan merkez bankalarının üye olduğu, uzlaşılarda belirlenen standartların ve konulan kriterlerin ülke ekonomilerini iyileştirme amacı taşıması nedeniyle kabul gören bir komitedir. 1988 tarihinde “Basel I” adı altında diğer adı “sermaye yeterliliği uzlaşısı” olan, üye ülkelerin ulusal sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini belli bir standarda bağlayan bu uzlaşısı uluslararası alanda yayınlanmış ve 1996 yılında bu uzlaşısı piyasa riski hesaplaması da eklenmiştir. Diğer pek çok ülkenin de ilgisini çekip kabul görmeye başlayan uzlaşısı 100’den fazla ülkede uygulanmaya başlanmıştır. Bu uzlaşısı bankacılık sistemi mali yapısının uluslararası alanda sağlamlığını artırmış ve istikrarın güçlendirilmesine yardımcı olurken aynı zamanda yine uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalar arası rekabetin de artmasını sağlamıştır⁴⁸.

Basel I’de yer alan ve daha sonra Basel II’nin yayınlanmasına sebep olan en temel unsur kredi isteyen ülkenin taşıdığı riskin, sermaye yeterliliğine göre değil de OECD üyesi bir ülke olup olmadığına göre ölçülüyor olmasıdır. Bu anlamda OECD üyesi ülkelerin kredibilitesi daha yüksekti demek yanlış bir ifade olmaz. Basel I’de belirlenmiş olan diğer bir unsur ise bankaların ve dolayısıyla ülkelerin olası kriz durumlarında ekonomik kırılganlığa karşı direncini artırmak ve finansal istikrarı sağlayabilmek amacıyla kredi verirken

⁴⁸Sadiye Oktay, Halime Temel, “Basel II Kriterleri Ekseninde Ticari Bankalarda Kredi Riski Yönetiminin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Saha Çalışması”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, cilt 3, sayı 6, 2007, s.163-165.

bazı uygulamalar getirmek, belirli risk katsayılarını göz önünde bulundurmak ve kredilerin geri dönüşlerini sağlayabilmek adına da sermaye yeterliliği konusunda da getirdiği bazı standartlardır. Ancak, zamanla değişen ve gelişen finansal piyasalar karşısında Basel I bankaların risk seviyelerini yeteri kadar yansıtmamaya başlamış, getirilen düzenlemeler sonucu oluşan farklılıklardan kaynaklanabilecek arbitrajı engelleyememiştir. Ayrıca daha önce de değinilen operasyonel riskin de içinde bulunduğu bazı riskleri içermemesi ve OECD üyesi ülkelere yapılan pozitif ayrımcılığın neden olduğu eşitsizlik ile *“bankalarda yeterli sermaye ve risk yönetimine sahip olunması veya bankacılık sisteminin güven ve sağlamlığının temin edilmesi hususlarında yetersiz kalmış”* ve her şey gibi Basel I de değişime ayak uydurmak zorunda bırakılmıştır. Kısacası komite, mali yapının uluslararası platformda değişmesi, yeni gerekliliklerin ortaya çıkması ve uzlaşının zamanla yetersiz kalması nedeniyle standartlarını da değiştirmiş ve “Basel II Standartları” olarak yeni bir oluşum içerisine girmiştir. Basel II, birkaç yıl süren çalışmalar ve fikir alışverişleri sonucunda 2004 tarihinde yayımlanmış, alım satım faaliyetleri ve çifte temerrüt etkileri ile alakalı olarak bazı güncelleştirmeler ile 2005 yılında tekrar yayınlanmıştır. Daha sonrasında ise 2006 yılında son hali ile uluslararası platformda tekrar yayınlanmıştır. Basel I’in yetersiz kalma sebebi esasında her ülkenin ekonomik durumuna ve yapabileceklerine bakılmaksızın aynı standartlara ve kriterlere tabii tutulmasıdır. Basel II’nin yayınlanması ile birlikte her ülke konulan kriterleri ve yakalanması gereken standartları kendi ekonomisine göre ayarlayabilme, bu konuda inisiyatif alabilme lüksüne sahip olmuştur. Basel II’de Basel I’den farklı olarak; risk artık yasal özkaynak ihtiyaçlarına göre daha net belirlenmiş ve dünyanın gelişen mali yapısına uyum sağlayacak şekilde riskin ölçülmesine ve yönetimine farklılık getirmiştir⁴⁹. Basel II’nin en önemli değişikliği kredi derecelendirme kuruluşlarının her kredi kullanıcıını belirli bir profile dahil ederek her profil için ayrı ayrı belirlediği kredi notlarına göre kredi

⁴⁹ R. Ayadi, Rossi F.D, “Practical Implications of the New Basel Capital Accord For The European Banking System Results&Analysis of an Industry Survey”, Working Paper, 2005, s. 7-12

kullandıran banka ve kredi kuruluşları ile riskin bir bakış açısı yerine çoklu ölçülebilmesidir. Elbette riskin çok yönlü olarak ölçülmesi finansal piyasalarda sermaye ölçümlerinin yeterliliğini artırmakta ve finansal istikrara büyük katkı sağlamaktadır. Basel II ayrıca sermaye yükümlülüğünün hesaplanması ve yine sermaye yeterliliğinin nasıl değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin de unsurlar içermektedir⁵⁰.

1.7. TÜREV ÜRÜNLERİN KULLANIMLARI VE KREDİ TÜREV ÜRÜNLERİ

Daha önce de tanımlandığı gibi finansal bir varlığın değerinin, başka bir varlığın değerine bağlı olduğu ürünlere türev ürünler denilmektedir. Başka bir varlıktan kasıt altın, faiz, hisse senedi, emtia, kur ve endeks gibi finansal varlıklardır. 1970'li yıllarda finansal piyasaların taşıdığı riskin artmasıyla birlikte bu riski azaltması amacıyla varlıkların değeri başka varlıklarla türevlendirilmiş ve böylece türev ürün piyasası gelişmiştir. 1980'li yıllara gelindiğinde finansal piyasalarda görülen serbestleşme hareketlerine karşı daha yaygın şekilde kullanılmaya başlanmıştır⁵¹.

Türev ürün piyasası gelişmiş ülkelerin büyük bir kısmında kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde de türev ürün piyasaları yaygın olarak bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Risk yönetimi için ülkelerdeki piyasa yatırımcılarına, sanayi devlerine, ticari işletmelere, yerel yönetimlere ve finansal kuruluşlara başka seçenekler belki de kaçış yolu sunan türev ürünlerin yol açtığı zararlar o kadar zorlayıcı olmuştur ki bu piyasa katılımcılarının, türev ürünlerin seçimi, doğru ve etkin kullanımı konusunda çok da başarılı olmadıklarını göstermiştir.

⁵⁰ Şenol Babuşcu, "Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalar da Risk Yönetimi" Akademi Yayınevi, Ankara, 2005, s.19.

⁵¹ Nihat Işık, Tuba Tünen, "Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü", **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi 1, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim İnönü Üniversitesi**, Malatya, 15-16 Nisan 2010, s.845. Çevrimiçi.

Dolayısıyla; türev ürünlerin bu denli yaygın kullanılması esasında ülkelerin finansal piyasalarındaki riski en aza indirmek ve hatta ülke piyasalarını riskten tamamen korumak için kullanılmaya başlanması bir yandan da ülke ekonomilerinin finansal kırılmalıklarının temelini atmıştır.

Ülkelerin finansal piyasalarında alınacak olan finansal kararları etkileyebilecek unsurları “belirsizlik” ve volalite olarak da bilinen “oyunaklık” olarak ikiye ayrılmaktadır. Türev ürünler ilk ortaya çıktıklarında her ne kadar riskten korunma ya da belirsizliklerin azaltılması konusunda kullanılabilir temel ürünler olsalar da aynı zamanda oyunaklık konusunda spekülasyon amacıyla da kullanılabilen finansal araçlardır. Spekülasyon amacıyla kullanılan türev ürünler daha çok organize borsalarda işlem gören türev ürünlerdir.

Türev piyasalar da tüm piyasalar gibi teknolojik gelişmeler sayesinde özellikle son 30 yıldır büyük gelişmeler kaydetmiştir. Elbette bu gelişmelerin tek sebebi teknolojik gelişmeler değildir bunun yanı sıra finansal piyasalarda yaşanan yenilikler, kredi piyasaları, sermaye piyasalarının hareketleri ve yabancı kur piyasalarındaki değişiklikleri de bu değişime önyak olan unsurlardandır. Ancak son zamanlarda kullanım alanı ve oranı açısından yaygınlık gösteren türev piyasaların geçmişi daha önce de bahsedildiği gibi ekonomik risklerin yönetilmesi amacıyla binlerce yıl öncesine dayanmaktadır.

Dünya üzerinde yaşanan krizlere bakıldığında özellikle küreselleşme çerçevesinde sermaye hareketlerinin serbestçe dolaşımının neredeyse kuralsız olarak ve sıkı bir denetime tabii olmadan gerçekleşiyor olması ilk önemli sebep olarak görülebilir. İkinci ve aslında bağlantılı bir sebep olarak ise dünya finans piyasalarında kullanımı yaygınlaşan türev ürünlerin hızlı bir şekilde artması ancak buna karşılık denetim mekanizmasının yetersiz kalmasıdır.

Son zamanlarda tüketimin araç olmaktan çok amaç olmaya başlaması ile birlikte bu tüketim amacına kaynak sağlayan ve güdüleyen bir mekanizma

ihtiyacına cevap olarak türev piyasaların gelişimi gösterilmektedir. Zaman içerisinde türev piyasaların bu denli gelişmesi ve para piyasasının bir parçası olmasıyla birlikte başta ABD finans piyasalarında önemli role sahip aracı kurumlar yeni bir fonksiyon kazanmışlardır; türev piyasalar ile riski dağıtmak. ABD tarafından ipoteğe dayalı krediler vermeleri konusunda desteklenen bazı aracı kurumlar bu krediler ile riskleri menkul değerleştirmişler ve bu şekilde verdikleri krediden doğan riski aktaracak bir araç bulmuşlar ve aslında bu şekilde yeni bir “para yaratma mekanizması” da oluşturmuşlardır. Ancak ABD’nin destek verdiği bu ikincil piyasa aracı kurumlar, piyasaya daha önce de çok kez bahsedildiği gibi asimetrik bilgi olgusunu tanıtacak kadar ahlaki yönü eksik şekilde çalışmaya başlamış ve oluşma ihtimali ortaya çıkan ters seçim olgusu aslında daha sonra 2008 yılında patlak verecek olan küresel ekonomik krizin olasılığını artırmıştır. Buna ek olarak ABD Hükümeti piyasaya müdahale ederek sistemin batmayacağına olan inancı kuvvetlendirmiş ve aracı kurumlar risk almaktan korkmamışlardır⁵².

Tablo 2’de 2001-2011 yılları arasında türev ürünlerin kontrat bazında kullanım durumlarını görmekteyiz. Şekilde verilen rakamlar incelendiğinde tüm türev ürün kullanımlarının 2001 yılından itibaren istikrarlı bir şekilde artmış olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Küresel krizden önce 2006 yılına kadar oluşan likidite bolluğu ile 2006 yılından 2007 yılına geçildiğinde swap sözleşmelerde ve kredi türev ürünlerde önemli bir artış göze çarpıyordu, 2002 yılından itibaren her yıl neredeyse iki katı kadar artış olduğu da görülmektedir. Ancak krizin 2007 yılında başladığı ve 2008 yılında patlak verdiği zamanlarda kredi türev ürünlerin diğer türev ürünlerin aksine bir azalma gösterdiği de açıkça görülmektedir.

⁵²Işık, Tünen, **Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü**, s.846.

Tablo 2: 2001-2011 Yılları Arasında Türev Ürünlerin İmzalanan Kontrat Bazında Durumu

Milyon Dolar	4Q01	4Q02	4Q03	4Q04	4Q05
Futures&Forward	9,313	11,374	11,393	11,373	12,049
Swap	25,645	32,613	44,083	56,411	64,738
Opsiyon	10,032	11,452	14,605	17,750	18,869
Türev Ürünler	395	635	1,001	2,347	5,822
Toplam	45,386	56,074	71,082	87,880	101,478
Milyon Dolar	4Q06	4Q07	4Q08	4Q09	4Q10
Futures&Forward	14,877	18,967	22,512	26,493	35,709
Swap	81,328	103,090	131,706	142,011	149,247
Opsiyon	26,275	27,728	30,267	30,267	32,075
Türev Ürünler	9,019	15,861	15,897	14,036	14,150
Toplam	131,499	165,645	200,382	212,808	231,181
Milyon Dolar	1Q11	2Q11	3Q11		
Futures&Forward	39,081	41,097	39,791		
Swap	152,736	156,054	156,132		
Opsiyon	37,275	36,958	36,368		
Türev Ürünler	14,899	15,227	15,661		
Toplam	243,991	249,337	247,952		

Kaynak: Nurgül Chambers, "Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı", Ocak 23, 2012.

Tablo 3'te ise sütun sırasına göre ABD'nin en büyük beş bankası olan JP Morgan, Citibank, Bank of America, Goldman Sachs ve HCBC bankalarının, diğer bankaların ve sonrasında da toplam tutarların yer aldığı, 2011 yılı 3. çeyrek itibariyle türev ürün kullanma miktarlarını görmekteyiz. Buradan yola çıkarak toplamda kullanılan türev ürün miktarının %96'sı gibi çok büyük bir kısmının zaten ilk beşte yer alan bankalar tarafından kullanıldığını söylenebilir.

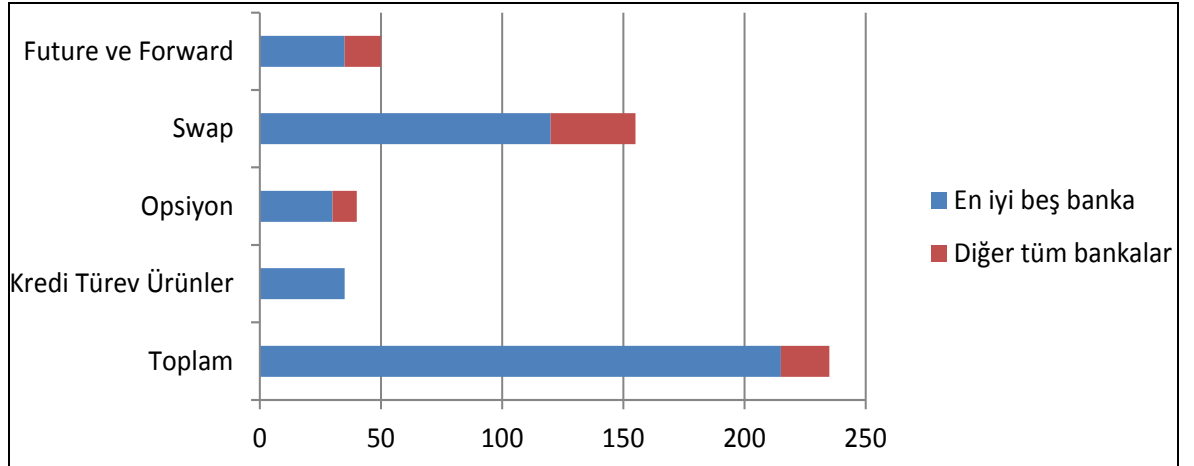
Tablo 3: JP Morgan, Citibank, Bank of America, Goldman Sachs ve HCBC Bankalarının Türev Ürün Kullanımları

Milyon Dolar	En iyi 5 Banka \$	Toplam Türev %	Diğer Banklar \$	Toplam Türev %	Tüm Bankalar \$	Toplam Türev %
Futures&Forward	35.797	14.4	3,994	1.6	39,791	16.0
Swap	150,502	60.7	5,630	2.3	156,132	63.0
Opsiyon	351,157	14.2	1,211	0.5	36,368	14.7
Türev Ürünler	15,521	6.3	140	0.1	15,661	6.3
Toplam	236,977	95.6	10,974	4.4	247,952	100.0

Kaynak: Nurgül Chambers, "Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı", Ocak 23, 2012.

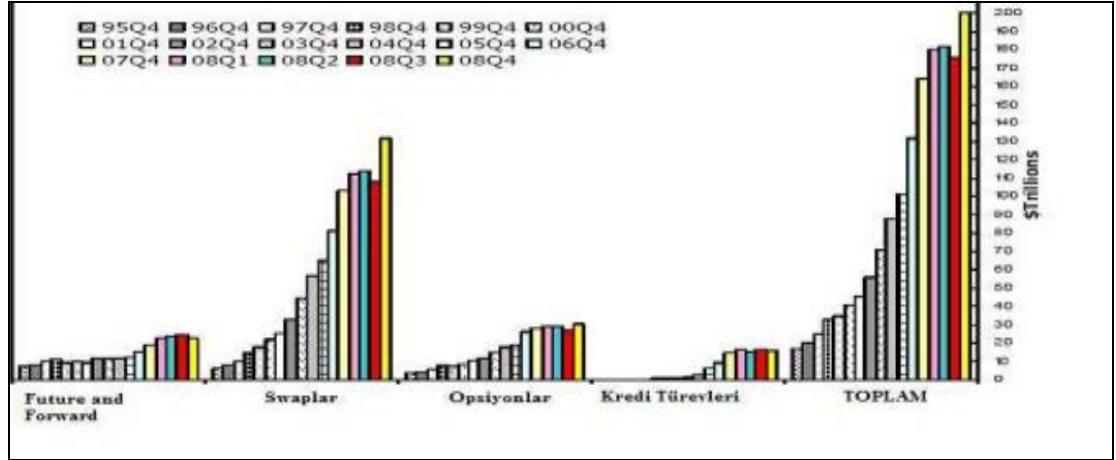
Grafik 1'de Türev ürünlerin ve özellikle kredi türev ürünlerin yine en büyük beş banka ve diğer bankalar tarafından kullanım oranları görülmektedir. Buna göre kredi türev ürünlerin sadece beş büyük banka tarafından kullanıldığı vurgusu yapılabilir.

Grafik 1: En Büyük Beş Banka'nın Türev Ürün Kullanımları



Kaynak: Nurgül Chambers, "Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı", Ocak 23, 2012.

Grafik 2'de 1995 – 2008 yılları arasında türev ürünlerin kullanım oranları trilyon dolar olarak gösterilmiştir. Buradan da söylemek mümkün ki türev ürünler 95 yılından itibaren 2008 yılına kadar her yıl artan oranlarda kullanılmıştır.

Grafik 2: 1995- 2008 Yılları Arasında Türev Ürünlerin Kullanım Oranları

Kaynak: Nihat Işık, Tuba Tünen, “Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü”, s.848. Çevrimiçi.

Tüm bu bilgilerden sonra, özellikle 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin temelinde yatan sebep olan kredi türev ürünleri detaylı incelemek de faydalı olacaktır.

1.7.1. Kredi Türev Ürünler

Krediler kendilerinden beklenen kazançları çeşitli riskler nedeniyle yatırımcısına sağlamayabilmektedir. Kredi borçlusunun zamanında ödeme yapmaması veya anlaşma şartlarına uygun olmayan bir şekilde peşinen ödeme yapması, haciz durumu, kur ya da faiz oranı değişiklikleri gibi birçok madde kredilerin içerdikleri riskler arasında sayılmaktadır. İşte bir varlığın hem kazancının hem de neden olabileceği riskinin, o varlığın kendisini devretmeden bir araca devretmesini sağlayan tezgah üstü araçlar “kredi türev ürünler” olarak adlandırılmaktadır. Riskin kaynağını bulabilmek için de türev araçlar kullanılmakta ve risk bulunduktan sonra transfer edilebilmektedir. Tespit edilen riskin kaynağı kredi alacakları, özel sektör bonoları veya diğer türev işlemleri gibi tek bir varlığa özgü olabileceği gibi, bir havuzda toplanan birden fazla varlık da olabilmektedir.

1999 yılında ISDA (International Swaps and Derivatives Association)'nın kredi türev ürünleri ile alakalı standartları belirlemesiyle birlikte özellikle 2000 yılı ve sonrasında finansal sistemdeki araçlar açısından en önemli gelişmeyi kredi türev ürünler kaydetmiştir. Opsiyonlar, forwardlar, vadeli sözleşmeler ve swaplar gibi türev ürünler dayanak varlık olarak kabul edilen menkul kıymetin ya da malın fiyatındaki dalgalanmalara karşı koruma kalkanı oluştururken kredi türev ürünler bu ürünleri ihraç edenin durumundaki dalgalanmaya karşı koruma kalkanı oluşturmaktadırlar.

Bir borç yükümlülüğündeki temerrüt ihtimalini yok etmek ya da transfer etmek için geliştirilmiş olan kredi türev ürünlerde tıpkı diğer türev ürünlerdeki gibi bir karşı taraf ve bir dayanak varlık bulunmaktadır. Kredi türev çeşitleri⁵³:

- Kredi temerrüt takası(CDS)
- Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri(CDO)
- Teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri (CMO)
- Varlığa dayalı menkul kıymetler(ABS)
- Mortgage'a dayalı menkul kıymetler(MBS)'dir.

1.7.1.1. Kredi Temerrüt Takası

İki taraf arasında özel olarak yapılan bir anlaşma türü olan kredi temerrüt takasları taraflardan birinin koruma almasını diğerinin ise koruma satmasını içermektedir. Koruma alınma amacı, koruma alınan varlığa etki edebilecek beklenmeyen bir olumsuz gelişme olması halinde varlığın zarar görmemesidir. Beklenmeyen olumsuz gelişme kredi temerrüt swap sözleşmesinin üzerinde bulunan varlık konusunda tıpkı kredi çeken kişinin borcunu ödeyemeyecek duruma düşmesi gibi düşünülebilir. Bu durumda koruma satan taraf üzerine düşen ve şartnamede zaten belirlenmiş olan

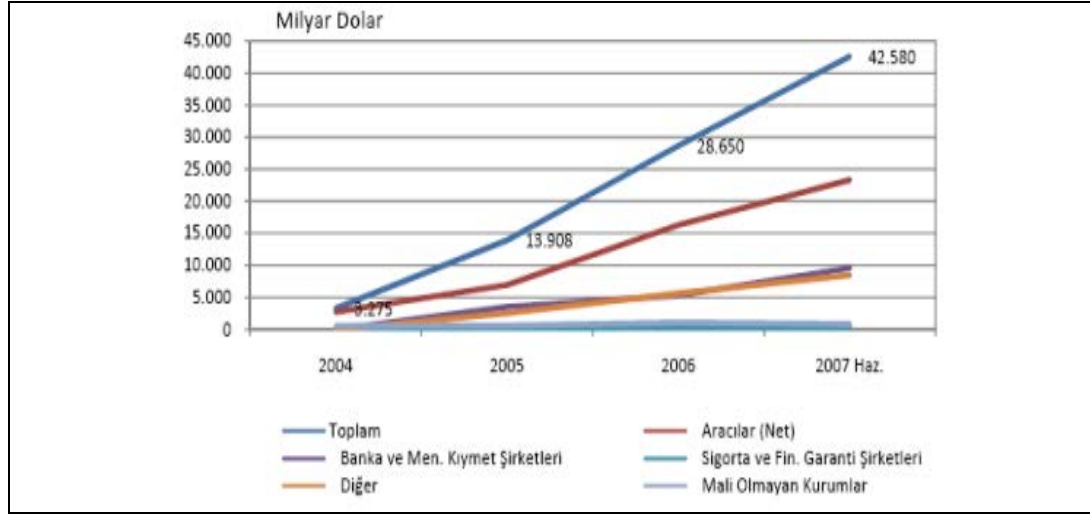
⁵³ Işık, Tünen, **Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü**, s.849.

ödemeyi koruma alan tarafa yapar. Kredi temerrüt swapları açısından iki farklı durum mevcuttur.

Bunlardan ilki daha önce de bahsedildiği gibi koruma alan tarafın, belirlenmiş bir referans varlık üzerine koruma sağlamak için, koruma satan tarafa bir ücret veya prim öder. Eğer referans olan tarafla ilgili bir kredi olayı olursa, koruma satan taraf koruma alan tarafın maruz kaldığı kaybı kapatmak için kabul edilmiş olan ödemeyi yapar. İkinci olarak kredi olayının gerçekleşmemesi ile koruma satan tarafın bir ödeme yapması için gereklilik doğmadığından koruma alan tarafa hiçbir ödeme yapmaz.

Koruma amaçlı özel bir anlaşma olarak tanımlanan kredi temerrüt swapları aynı zamanda tahvil ya da kredi portföyü üzerinde satın alma hakkı tanıyan opsiyonlar olarak tanımlanmaktadır. Yine tahvilde ya da kredi portföyünde önceden belirlenmiş bir sınıra ilişkin bir olumsuzluk durumunda sözleşmeyi satın alan tarafa şartnamede belirlenmiş olan ödeme yapılacaktır. Örnekle açıklamak gerekirse; sözleşmede satın alan tarafın portföyünde bulunan 10 tahvilin her birinin yıllık getirisi 2.000 Euro olsun. Bunlardan beş ya da daha fazlası için aksi bir durumda ya da yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda geçerli olacak bir sözleşmeyi belirli bir prim karşılığında satın almış olsun. Bu yatırımcı sözleşmede belirlenen olumsuz durumun gerçekleşmesi ile kendisine ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmemiş olduğu beş tahvilin her biri için tahvilin o anki fiyatı ile beklenen getirisi olan 2.000 Euro arasındaki farkı sözleşmenin karşı tarafından alacak, yani zararını karşılamış olacaktır⁵⁴.

⁵⁴Işık, Tünen, a.g.e., s.851- 852.

Grafik 3: Kredi Temerrüt Takas Sözleşmelerinin Gelişimi

Kaynak: Nihat Işık, Tuba Tünen, “Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü”, s.850. Çevrimiçi.

Grafik 3'te görüldüğü gibi toplam olarak kullanılan kredi temerrüt swap sözleşmeleri 2004 yılından 2007 yılına kadar artmıştır. 2004 ve 2005 yılları arasında bu artışın hızı ve miktarı çok yüksek olmasa da özellikle 2005 yılından sonra toplamı temsil eden mavi çizginin daha dik şekilde yükseldiği de görülmektedir.

Kredi temerrüt swap sözleşmeleri sadece varlığı değer düşüşünden korumakla yükümlü değildir aynı zamanda yatırımcının karşı tarafındaki yatırımcının iflası ya da yükümlülüklerini yerine getirememesi gibi başka kredi olayları da, varlığın kredi riskini önemli ölçüde etkileyen başka bir kuruluşun referans alındığı ve kredi olaylarının bu kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesine bağlı olarak tanımlandığı kredi temerrüt swap sözleşmelerine taraf olunması ve bu şekilde varlıktan kaynaklanan kredi riskine karşı korunma sağlanması da mümkündür. Bir başka deyişle kredi temerrüt swap sözleşmelerinde varlığa ilişkin kredi olayının direk tanımı içerisinde olan veya değerini olumsuz etkileyen finansal kriz, iflas, sektörel

daralmalar gibi çeşitli olaylar da dolaylı olarak kredi olayı tanımına girebilmektedir⁵⁵.

1.7.1.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri

Sıklıkla kullanılan kredi türev ürünlerinden olan teminatlandırılmış borç yükümlülükleri varlıkların bir havuzda toplanması ve çeşitli kombinasyonlarla yatırımcılara sunularak kredi riskinin dağıtılarak azaltılması mantığına göre işlemektedir. Bu varlık kombinasyonlar kredi kartları, krediler, tahviller, mortgage kredileri ve tüketici kredileri gibi çeşitli dayanaklardan oluşturulmaktadır.

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri menkul kıymet derecelerine göre üç'e ayrılmaktadırlar, bunlar⁵⁶:

- Senior
- Mezzanine
- Junior 'dır.

Her biri farklı fiyatlar üzerinden işlem gören bu türlerden senior, kredi notu yüksek olan varlığa dayalı menkul kıymetler ve mortgage'a dayalı menkul kıymetler içeren teminatlandırılmış borç yükümlülüğü derecesidir.

Mezzanine ise orta düzey kredi derecesine sahip olan ve en çok işlem yapılan teminatlandırılmış borç yükümlülüğü dilimidir. Genel olarak riski yok denecek kadar az olan emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve bütçesi yüksek yatırım bankalarının kullandığı bir teminatlandırılmış borç yükümlülüğü çeşididir.

⁵⁵ Tim Backshall, "Improving Performance with Credit Default Swaps", **The Barra Credit Series**, Research Insights, 2004, s.7.

⁵⁶ Işık, Tünen, **Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü**, s.852-853.

Son olarak Junior ise ipotekli konut kredilerini içeren ve küresel ekonomik krizden de tahmin edilebileceği gibi en yüksek riski içeren teminatlandırılmış borç yükümlülüğü çeşididir. Büyük bütçeli bankaların ve bazı emeklilik fonlarıyla birlikte Asya ve Avrupa'dan da yatırımcıların junior çeşidi teminatlandırılmış borç yükümlülüğüne yatırım yapmasıyla birlikte kredi daralması yaşanmıştır⁵⁷.

Şekil 3: CDO'ların Çalışma Şekli



Kaynak: Güneş Sarı, "2008 Finansal Krizi ve Basel III ile Alınan Aksiyonlar", Mart, 2012, s.2.

İpoteğe dayalı ev kredisi veren bankalar bu kredi karşılığında evleri ipotek ederler. Söz konusu kredinin faiz ve anapara ödemelerini dayanak göstererek ilgili krediyi veya kredi portföyünü ileride daha detaylı anlatılacağı üzere menkul kıymetleştirip piyasada satarak daha sonra vereceği kredi için finansman sağlarlar. İşte bu menkul kıymetleştirme işlemi bir "menkul kıymet" verir. Menkul kıymetler bir havuzda birleştirilerek ve teminatlandırılmış borç yükümlülüğü olarak piyasalarda alınır ve satılır. Şekilde bankalar mortgage yani ipotekli ev kredisi dışında araba kredileri, bireysel krediler, kredi kartları gibi birçok kredi ürünü menkul kıymetleştirip varlığa dayalı ya da mortgage'a dayalı başka menkul kıymetleri bir havuzda toplanıp menkulleştirip teminatlandırılmış borç yükümlülükleri oluşturulmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi teminatlandırılmış borç yükümlülükleri "tranch" adı verilen belirli menkul kıymet dilimlerine ayrılarak farklı risk tercih edecek yatırımcılar için birden çok ürün olarak da satılabilmektedir. Şelale yöntemi olarak adlandırılan bu yöntem ile teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin

⁵⁷ Işık, Tünen, a.g.e, s.854.

toplam getirisi korunarak söz konusu teminatlandırılmış borç yükümlülüğü; farklı risk derecelerine sahip Senior, Mezzanine ve Junior (Equity Tranch) adı verilen dilimlere ayrılarak piyasadaki yatırımcılara satılmaktadır ve bu farklı risk derecesine sahip her bir menkul kıymet derecesinin getirilerinin toplamı dilimlere ayrılmadan önceki teminatlandırılmış borç yükümlülüğünün getirisiyle aynıdır⁵⁸.

Teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinde temelde üç taraf vardır; bunlardan ilki banka, ikincisi kredi riskini almak isteyen yatırımcılar ve üçüncüsü SPV olarak adlandırılan ve bu işlem için oluşturulmuş bir tüzel kişilik olan “özel amaçlı araç”tır. Bu tüzel kişilik, aktifleri (yani riskli borçları) ve pasifleri (teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) olan ancak banka ile hiçbir yasal bağı olmayan küçük bir şirkettir ve banka tarafından kredi riskini uzaklaştırmak için kurulmuştur. Görevini banka bilançosundan devraldığı krediyi ve teminatlandırılmış borç yükümlülüklerini ihraç etmektir. Buradaki amaç teminatlandırılmış borç yükümlülüğü yatırımcısını korumaktır çünkü banka iflas etse dahi bu şirket faaliyetlerini sonlandırmayacak ve yatırımcısına sağlamak durumunda olduğu şartları sağlamaya devam edecektir. Bunu da bankanın ya da ihraç eden kurumların ayrılması durumunda kredilerin tekrar bankanın bilançosuna konsolide edilmesini engelleyerek sağlamaktadır.

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri özellikle 2000-2006 yılları arasında hızlı bir büyüme göstererek 2008 küresel ekonomik krizin zeminini oluşturmuştur. Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri devlet tarafından desteklenen bir yatırım kuruluşunun ya da yatırım bankasının devlet destekli bir kuruluşun ya da yatırım bankasının büyük bir ipotekli konut kredisi tut-sat havuzunu satın aldığında yaratılmıştır. Tut sat havuzunda meydana gelen iflaslar sonucu kaynakların seviyesine bağlı olarak birbirlerinden ayrılan farklı dilimler halinde birleştirilip dağıtılmaktadır. En düşük dilimde bulunan menkul kıymet kayıpları da ilk olarak üzerine çekecek olan dilimdir ve bu dilim

⁵⁸ Güneş Sarı, “2008 Finansal Krizi ve Basel III ile Alınan Aksiyonlar”, Mart, 2012, s.2.

bittikten sonra şelalede yukarı doğru çıkılır. Bu durumda kredi notu AAA olan en üst dilime koruma sağlanacaktır. Ancak yüksek koruma sağlayan dilimlerin getirileri düşükken kredi riskine daha çok maruz kalan ve daha düşük kredi oranına sahip düşük dilimler yatırımcılara daha yüksek getiri oranı sağlarlar. Yani her farklı risk ve getiri dilimi farklı bir borç sınıfının tercihidir.

Yaşanan son küresel ekonomik krizin diğer finansal krizlerden en büyük farkı, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilerek oluşturulan ürünlerin bir havuzda toplanarak bunun da ticaretinin yapılmasıdır. 2008 yılının Ocak ayında mortgage piyasasının girdiği olumsuz süreçle birlikte karşımıza çıkan teminatlı borç yükümlülüğü piyasasının toplam ihraç bedeli 11 trilyon 710 milyar \$'dır. Ayrıca daha sonra küresel ekonomik krizin sebepleri arasında detaylı şekilde inceleyeceğimiz kredi derecelendirme kuruluşlarının teminatlı borç yükümlülüklerine verdikleri notların abartılacak şekilde yüksek olduğu yönündeki eleştiriler zamanla artmış ancak bu duruma müdahale edilmemiştir. Kredi derecelendirme Kuruluşları daha sonrasında 17 milyar dolardan fazla değere sahip tahvilin notunu indirmiştir. Bununla birlikte paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artmış ve beklenen sonuç olarak bu ürünleri nakde çevirmek zorlaşmıştır. Elden çıkarmak zorlaşınca bu ürünlerin fiyatları oldukça düşme eğilimine girmiş ve milyarlarca dolarlık fon neredeyse hiç hale gelmiştir. Tüm bunlar silsile şeklinde krizi tetiklemeye devam ederken şirketler paralarını geri almak isteyen yatırımcılara ödeme yapmak için, hatta fonları çevirmek için bile para bulamaz hale gelmişlerdir. Artık fonları donduran şirketler büyük zarara uğramış ve bir kısmı iflas etme tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır.

Sonuç olarak 2008 küresel ekonomik krizinin temelinde yatan sebebin ipotekli konut kredilerinin geri dönüşünün yavaşlamasıyla silsile şeklinde finans piyasalarının etkilenmesi olduğu genel olarak kabul görmüştür. Ancak şunu da atlamamak gerekmektedir; bu krizi diğer finansal krizlerden farklılaştıran türev piyasaların karmaşık bir yapıya sahip olması ve

ölçülemeyen hacminin bulunmasının yanı sıra denetimi konusunda da eksik kalınmasıdır⁵⁹.

1.7.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpotek kredilerinin düzenlenip bir havuzda biriktirildikten sonra buradaki ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlayabileceğimiz ipoteye dayalı menkul kıymetler “ipotekten geçen menkul kıymet” olarak da bilinmektedirler. Çünkü bu menkul kıymetler özel bir makbuz aracılığı ile kredinin bakiye miktarı ve belirsiz ara ödemeler üzerinden her ay ipotekçilerden öngörülen anapara ve faiz ödemesi ile yatırımcılarına geçmektedir⁶⁰.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, ortaya çıkan her şey gibi ABD’de ekonomik şartların bir gereği olarak ihtiyaçtan doğmuştur; o dönem küçük çiftçi ipotekli olan borçlarını ödeyememiş, hükümet ipotek garantili tahvil satarak olaya müdahil olmuş ve ödemeler yeni bir plana bağlanmış böylece ilk kez ipoteye dayalı menkul kıymet ortaya çıkmıştır. Zamanla bu piyasa kurumsallaşmış, sigorta şirketleri geri ödemeleri garantiye almış, ipotek karşılığı kredi veren ve bu alacağı yatırımcılara satan ipotek bankerleri ve ipotek bankacılığı, menkul kıymetleştirilen kıymetlerin ikincil piyasada alım satımını yapan aracı kurumlar, ipoteye ve menkul kıymetleştirmeye konu olan gayrimenkulün piyasa değerliliğini saptamaya yönelik bağımsız uzmanlık kuruluşları ve ihraç olunacak menkul kıymetin değerini yapan derecelendirme kurumları oluşmuştur.

Nakit akımları dayalı oldukları, oluşturulan ipotek havuzunun nakit akımlarına bağlı olan ipoteye dayalı menkul kıymetler ilk defa FNMA (Federal National Mortgage Association - Fannie Mae) tarafından kurumsal olarak

⁵⁹ Işık, Tünen, **Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü**, s.854.

⁶⁰ Erhan Eroğlu, “Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları”, **İşletme Araştırma Dergisi**, Sayı 4, 2010, s.20.

gerçekleştirilmiş, daha sonrada ikincil piyasada faaliyet gösteren kamu kurumlarının ve özel şirketlerin sermaye piyasasına tahvil ihraçlarıyla kullanımları devam ettirilmiştir⁶¹.

1.7.1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Finansal kiralama ve finansman şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve gerekli nitelikleri taşıyan aracı kurumlar ve bankaların oluşturduğu varlık finansmanı fonları tarafından fon portföyünde bulunan varlıklara karşılık olarak ihraç edilen borçlanma senetleri varlığa dayalı menkul kıymet olarak adlandırılmaktadır. Yani finansman şirketlerinin kendi mevzuatlarına uygun olarak açmış oldukları krediler, finansal kiralamaya yetkili kuruluşların sözleşmelerinden doğan alacaklar, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları ve bankaların tüketici kredileri, konut kredileri, ihracat kredileri karşılığında doğrudan ihraç edecekleri kıymetli evrakların hepsi varlığa dayalı menkul kıymet olarak sayılabilir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile varlıkların likit hale getirilmesi ve düşük maliyetle alternatif fon kaynağı yaratılması söz konusudur. Bu menkul kıymetler hem iskonto esasına hem de dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilmektedir. Faiz - iskonto oranı ihraca dayanak teşkil eden alacakların getirisi dikkate alınarak ihraççı tarafından serbestçe belirlenir, sabit veya değişken faizli olarak ihraç edilebilir. Vadeyi belirlerken ihraca dayanak olan alacakların vade yapısına paralel olması gözetilir⁶².

Türkiye’de 31.07.1992 tarihli Resmi Gazetete yayımlanan, sermaye Piyasası Kurulunun Seri III., No.14 “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” ile uygulamaya giren Varlığa dayalı menkul

⁶¹ Eroğlu, a.g.e., s.22.

⁶² Sermaye Piyasası Kurulu, “Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları”, Eylül, 2010, s.12. Çevrimiçi.

kıymet ihracı Türkiye’de bankalar, finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarında yapılabilmektedir.

1.7.1.5. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri

Freddie Mac tarafından 1983 yılında geliştirilen teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri, ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmelerle ilgili erken ödeme risklerini azaltmak amacıyla oluşturulmuştur. Hem ipotek kredi grubu hem de ipoteğe dayalı menkul kıymetler portföyü ile, ya da her ikisine de dayanarak ihraç edilebilen teminatlandırılmış ipotekli borç yükümlülükleri eğer ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayanarak ihraç edilirse nakit akımı ipotek kredi gruplarından elde edildiğinden “türev menkul kıymetler” olarak da bilinmektedir. Bu nakit akımlar dayanak olarak kullanılan ipotek kredi grubundan sağlanırken gelirleri ipotek kredi grubundan farklı olmaktadır.

Teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları gibi kurumsal tasarruf, yatırım ve finansman kuruluşları tarafından tercih edilmektedirler. Bunda karmaşık bir yapıya sahip olmalarına rağmen yüksek getiri elde etmenin iyi bir yolu olarak bilinmesinin de etkisi vardır. Teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri A, B, C ve Z sınıfları olarak ayrılan dört çeşit tahvile ayrılmaktadır. En kısa vade yapısına sahip olan A sınıfı tahvil dayandığı ipotek kredisi grubundan periyodik olarak faiz ödemesi alır. Farklı olarak Z sınıfı tahvil grubu diğer tahvil grupları itfa edildikten sonra periyodik faiz getirisi elde eder. Teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri yönetilen kurum tarafından, dayanan ipotek kredi gruplarının faiz ve ana para toplamı geri ödeme tutarı tahsil edildikten sonra ilk olarak A sınıfı tahvillerin itfasında kullanılır. Daha sonrasında kalan ipotek kredi geri ödemeleri sırasıyla B ve C sınıfı tahvillerin itfası gerçekleştirilir. En sonunda ise Z sınıfı tahviller itfa edilir. Bu grup tamamen itfa edildiğinde elde edilen ipotek kredi geri ödemeleri B

sınıfı tahvillerin itfasında, bu gruptan sonra da C sınıfı tahvillerin itfasında kullanılır. En sonda da, Z sınıfı tahvil itfa edilir.

Teminatlandırılmış ipotek yükümlülüklerinin nakit akımları yatırımcılara önceden belirlenen şartlara göre dağıtılırken faiz oranları bu dağıtımda farklılık göstererek tahvil serileri oranında paylaşılır. Bir örnekle anlatmak gerekirse; a ve d serisi tahviller, ipotek destekli menkul kıymetlerden gelen faizin 1/5'i a serisine, 4/5'i c serisine ödenecekse ve faiz ipotek destekli menkul kıymetler %15 ödüyorsa bu ödemenin %3'ü a serisine, %12'si c serisine yapılacaktır. Bu durum ise yatırımcılar açısından caziptir.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerden farklı olarak teminatlı ipotek yükümlülüklerinde farklı vadeli tahvil sahibi grup olması nedeniyle vade belirsizliğini azdır. Böylece farklı tahvil gruplarına yayılarak azaltılacak erken ödemedeki kaynaklanacak risk teminatlandırılmış ipotek yükümlülüklerinde daha az olacaktır ancak tam olarak ortadan kalkmayacaktır⁶³.

⁶³ VOB, 2012.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALARIN KÜRESEL EKONOMİK KRİZ İLE İLİŞKİSİ

Temel olarak normal bir dönemi sarsarak dikkat çekici bir dengesizlik durumu yaratma anlamına gelen kriz, sözcük kökeni olarak Yunanca ve Latince’de “karar verme” anlamına gelmektedir. Bu, yaşanan dengesizlik durumundan sıyrılabilmek için acil ve doyurucu kararlar alınmasının kriz için ne kadar önemli olduğunu vurgulamaktadır. “Kriz” sözcüğü, özellikle sermaye hareketlerinin serbestleştiği 90’lı yıllardan sonra daha çok duyulmaya başlanmıştır⁶⁴.

Kriz, en basit anlamıyla işletme örgütünün normal aktivitelerini tahrip eden önemli bir dengesizlik durumudur. Örgütün uzun ve kısa dönemli amaçlarını tehdit eden, acil tepkiler gerektiren ve bununla birlikte yanıt için karar verme süresini kısıtlayan ve en önemlisi varlığıyla karar verme birimlerini şaşıratan ve kararsızlığa sürükleyen bir süreçtir.

Temel olarak dört tür finansal krizden bahsedilebilir. Bunlar⁶⁵;

- Dış borç krizi
- Sistemik finansal kriz
- Bankacılık krizi
- Döviz krizleri olarak sıralanabilir.

Ülke dış borcunun ne özel ne de kamu kesimi tarafından ödenememesi nedeniyle ülkelerin borç sarmalına girmeleri sonucu ortaya çıkan krizlere dış borç krizi, etkin olarak çalışan finansal piyasalarda meydana gelen olumsuz gelişmeler ile bozulan finans piyasası çalışma yapısının da sebep olduğu krizlere sistemik krizler denilmektedir.

⁶⁴ C. Erdem Hepaktan, Serkan Çınar, “Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 30, Ağustos, 2011, s.156.

⁶⁵ Sayım Işık, Koray Duman, Adil Korkmaz, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt no.19, Sayı 1, 2004, İzmir, s.47.

Finansal kriz çeşitleri arasında sayılan bankacılık krizinin ortaya çıkışı banka bilançolarının geri dönmeyen krediler nedeniyle aktif yapısının bozulmasıyla olmaktadır. Geri dönmeyen bu krediler ile menkul değer piyasası istikrarsız hale gelmekte ve reel sektör küçülerek bankacılık krizini tetiklemektedir. Finans piyasalarının bel kemiği olan bankacılık sektöründe meydana gelen bu sarsıntı ile mevduat sahipleri bankalara duydukları güvensizlik güdüsüyle paralarını çekmeye başlayarak aslında bankalarda likidite sorununa neden olurlar. Artan likidite darlığı ve bankaların dövizle çalışması nedeniyle açık pozisyonun artması ve özkaynakların yetersiz kalması bankacılık krizi için yeterli ortamı sağlamaktadır.

Bir diğer finansal kriz türü olan döviz krizi ise enflasyonun baskılandığı dezenflasyon programının uygulandığı sabit kur sisteminde görülmektedir. Döviz krizinde enflasyonun düşmesi ile birlikte değer kazanan yerli para cari işlemler açığının büyümesine neden olur ve sabit kur politikası izleyen ülke politikasından çıkamadığı için krize sürüklenir⁶⁶.

2.1. YAŞANMIŞ KÜRESEL FİNANSAL KRİZLER

Finans yatırımcılarının buldukları ülkedeki koşulların risk taşımaya başlaması konusundaki beklentilerine paralel olarak yaptıkları spekülasyon hareketleri sonucu başlayan krizler, yatırımcıların yaptıkları bu hareketlerin sıklığı ve spekülasyon hareketlerinde bulunan yatırımcı sayısının artması ile ivmelenir.

Esasında “insan” seçimlerine dayalı olması ve her bireyin rasyonel davranmaması, zevk ve tercihlerin farklı olması nedeniyle finansal krizlerin ne zaman çıkacağı çok da kestirilebilir değildir. Ancak ön gösterge olarak algılayabileceğimiz, ekonomik koşulların riskli bir hal aldığını gösteren bazı göstergeler mevcuttur. Bunlar reel kurun aşırı değerlenmesini, uluslararası

⁶⁶ Işık, Duman, Korkmaz, a.g.e, s.47.

rezervlere oranla M2 para arzındaki aşırı artışı ve cari açıkla milli gelir oranının aşırı yükselmesini örneklemektedir. Bunun dışında başlamış olan krizin ne boyutta olduğunu anlatan ve temel göstergeler olarak adlandırılan unsurlar da mevcuttur. Bunlara örnek olarak ise döviz kurlarında meydana gelen yükselme ve düşmelerin sıklaşması ve büyüklüğünü, döviz rezerv miktarlarının aşırı azalmasını ve gecelik faizlerin önemli miktarlarda yükselmesini verilebilir⁶⁷.

2.1.1. 1929 Buhranı'na Genel Bakış

Dünya'nın daha önce hiç karşılaşmadığı kadar büyük bir kriz olan ve "büyük buhran" olarak adlandırılan 1929 krizi, o dönem çok tartışılmıştır. 1929 yılında yaşanan bu krizden önce Amerika'da ekonomi alanında olumsuz bir durum yoktu hatta "kükreyen 20*"ler olarak adlandırılan bir dönem yaşanmıştır. Çok iyi giden yüksek düzeyli bir üretim sağlanmış ve istihdam oldukça yüksek oranlarda seyretmiştir.

Ayrıca emlak piyasası da oldukça hareketli bir dönem geçirmiş; bataklıklar dahil olmak üzere kötü arazilerin satışlarında dahi bir sorun olmamıştır. Amaç bu arazilerin ilerde değerlendirildiği zaman yüksek kârlar elde etmek olmuştur.

Borsa piyasası da diğer piyasalar gibi olumlu sinyaller vermiştir. Özellikle 1920li yılların ilk yarısında yüksek olan şirket kârları ikinci yarıya gelindiğinde piyasalarda yaşanan büyük sıçramalar yüksek kazançları olduğu gibi zararları da beraberinde getirmiştir. 1929'un Ekim'inin sonlarına gelindiğinde bu büyük sıçramalar yabancı yatırımcıların piyasalardan çekilmek ve kendilerini garantileyebilmek adına hisse senetlerini elden

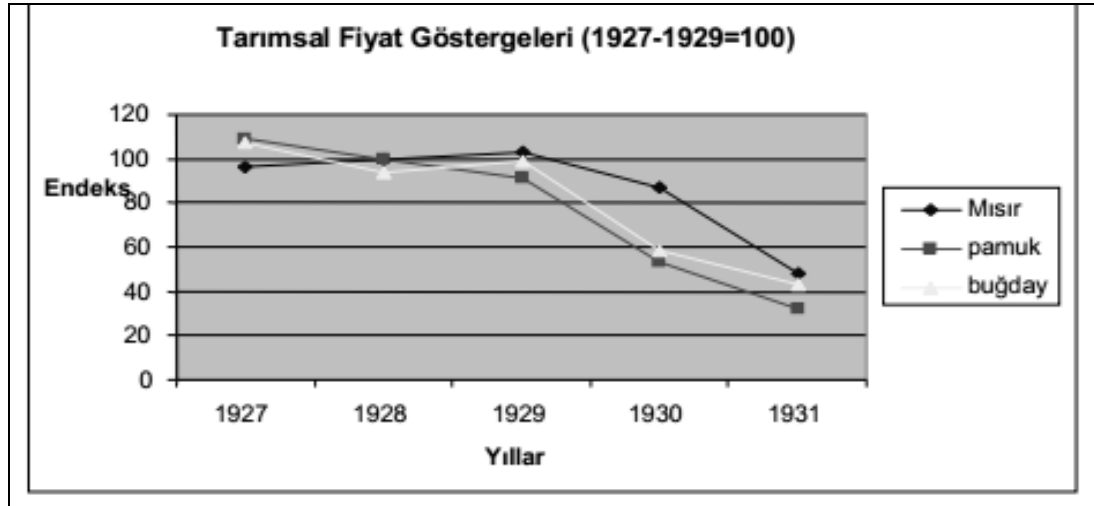
⁶⁷Aslan Eren, Bora Süslü, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 41, Eylül-Ekim, 2001, s.3.

*Amerikalılar en yaratıcı yıllarını yaşarlarken kendilerine "Kükreyen Yirmiler" ismini kullanmışlardır. "Kükreme" sadece müthiş bir hızla büyüyen ekonomilerini değil, radikal bir biçimde değişen yaşam biçimlerini de anlatmaktadır.

çıkarmaya başlamışlardır. Bu durum karşısında Ekim ayının 24. günü borsada büyük bir düşüş yaşanmış ve bunun bilançosu toplamda 4,2 milyar dolar civarında olmuştur. Perşembe gününe denk gelen bugün tarihte “kara Perşembe” olarak da bilinmektedir.

Borsadaki bu düşüş ile sanayi devleri büyük kayıplara uğrarken bir yandan da 1920’li yılların ilk yarısında tarım mallarının arzı ve dolayısıyla stok miktarları o dönemdeki her ekonomik alan gibi oldukça yükseklerde seyretmiştir. Ancak bu da uzun sürmedi ve 1930’lu yıllara gelindiğinde bu yüksek miktarlar fiyatların düşmesine ve tarım sektörünün de sekteye uğramasına neden olmuştur. Tarım ürünü mallarının fiyatlarındaki bu düşüş sadece tarım sektörünü etkilememiş, tarımsal krediler veren bankalar geri dönüşleri sağlayamayınca batmaya başlamışlar ve domino etkisi görülmeye başlanmıştır. Ayrıca bu domino etkisinden dış ticaret hacminin düşmesi de nasibini almıştır⁶⁸.

Grafik 4: Buhran Döneminde Tarım Ürünlerinin Fiyat Değişimleri



Kaynak: Abdülkadir Buluş, Esra Kabaklarlı, “1929 Buhranı ile Global Krizin Karşılaştırılması”, **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19, 2010, s.3.

⁶⁸Abdülkadir Buluş, Esra Kabaklarlı, “1929 Buhranı ile Global Krizin Karşılaştırılması”, **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19, 2010, s.4-5.

Grafik 4'te buhran yılında mısır, pamuk ve buğday fiyatlarının değişimleri gösterilmiştir. 1927'de ortalama 100 puanlarda gezen fiyatların 1928 yılında düşme eğilimine girdiği ve 1929 yılına gelindiğinde tarım ürünleri fiyatlarında ani düşüşler gözlemlenmektedir. Ve bunun etkisi aynı hızla olan bir düşüş olmasa da yine fiyatların düşme eğiliminin devam ettiği de görülmektedir.

Tablo 4: Buhran Dönemi Dış Ticaret Değerleri (Bin TL)

YIL	İHRACAT	İTHALAT	DIŞ DENGİ
1928	173.537	223.532	-49.995
1929	155.214	256.296	-101.082
1930	151.454	147.55	3.903
1931	127.275	126.660	615

Kaynak: Abdülkadir Buluş, Esra Kabaklarlı, "1929 Buhranı ile Global Krizin Karşılaştırılması", **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19, 2010, s.17.

Tablo 4'te görüldüğü üzere 1928 yılında da çok parlak görünmeyen dış denge -49.995TL olarak görünürken buhran dönemi olan 1929 yılında dış ticaret dengesinin iyiden iyiye bozularak 101.082TL açık vermiştir. Buhranın etkilerinin daha az görüldüğü 1930 yılında büyük bir düzelmeye gösteren dış ticaret 1929 yılında yaşanan buhranın aslında ne kadar keskin sonuçlar verdiğini de göstermektedir.

Ulusal paraları altın standardına bağlı olan ülke paraları üzerinde oluşan baskıyla, kişiler devalüasyon tedirginliği ile ellerinde bulunan paraların değerinin düşme eğiliminde olması kuşkusunu da beraberinde getirmiştir. Altın standardı politikasının çökeceği izlenimi de bu şekilde kuvvetlenmiştir⁶⁹.

Etkilerini özellikle 1930'larda hissettiren 1929 buhranının temel sebeplerinden ilk sebep ABD'de I.Dünya Savaşı'ndan sonra ekonomik

⁶⁹Derya Yılmaz, Filiz Gaygusuz, "2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri", Uludağ Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, s.2.

zorluklar nedeniyle birleşen şirketlerin tekel oluşturmak suretiyle ABD ekonomisinde hiç de azımsanamayacak kadar güç elde eden şirket sayısı 200 civarında olmasındır. Aslında bu sayı birleşerek tekel oluşturan büyük küçük tüm şirketlerin oluşturduğu bu tekellerden birinin ekonomik yapısının ABD ekonomisini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. Bu anlamda ABD’de oluşan kırılğan bir ekonomiden bahsetmek mümkündür⁷⁰.

İkinci bir sebep olarak, daha sonra ülkemizde de çıkan krizlerin temel sebebi olan bir unsurla karşılaşmaktadır; kötü bir yapılanma içerisinde olan bankacılık sektörü, o zamanki yasalar sektörün yeterince şeffaf olmasını sağlayamadığından yatırımcılar yaptıkları yatırımın içeriği hakkında çok net bir bilgiye ulaşamamaktaydılar.

O dönemin ABD Başkanı Hoover yönetiminin, 1920’lerde izlenen politika gereği liberal ekonomiyi savunması olarak gösterilmektedir. Liberal ekonomi anlayışı ile ekonomiye müdahale etmeyen Hoover’ın 1929 yılında buhran döneminde de aynı politikayı izlemesi ve işlerin kötüye gitmesi ile değiştirmeye çalıştığı politikalar çok etkili olmamıştır. Devletin harcamalarını kısarak vergi gelirlerini artırma yoluna gidilmesi işsizliğe sebep olmuş, satın alma gücü düşmüş ve bunlar da fiyatların düşüş yaşamasına sebep olmuştur. Ayrıca daha önce de bahsedildiği gibi altın standardına bağlı kalmaya devam ederek para basmayışi ekonomide yaşanan durgunluğun sebebi olmuş, reel sektör gittikçe küçülmüştür. Esasında aynı yola çıkılmış yine işsizlik artmış alım gücü düşmüştür.

Son bir sebep olarak ise ABD’nin altın rezervlerini neredeyse tek başına kontrol ederken aynı zamanda tek kredi veren ülke olması gösterilmektedir. ABD’nin I.Dünya savaşı sonrasında Almanya ve İngiltere’den gelecek olan savaş tazminatlarının altın olması konusunda direnmesi işleri iyice içinden çıkılmaz bir hâle getirmiştir. Çünkü altın rezervleri önemli ölçüde ABD’nin elindeyken bu tazminatlar ve verilen diğer

⁷⁰Zübeyir Turan, “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, 2011, s.57.

kredilerin dönüşleri mal ve hizmet olarak ödenmesi söz konusu olmuştur bu da ABD ekonomisinde zaten mevcut olan daralmayı körüklemiştir. Bunun üzerine gümrük duvarları konarak durum kurtarılmaya çalışılmış bu kez de dış ticaret hacmi küçülmüştür. Böylece tazminatların ve kredilerin geri dönüşleri olamamıştır⁷¹.

Belirtmek gerekir ki 1929 buhranının sebebi hala tam olarak belirlenememiştir. Ortaya atılan en önemli iki teori Keynes ve Friedman ile Schwartz tarafından açıklanmıştır. Keynes'in teorisi; ekonominin 1928-1929 yıllarındaki yükselişi yatırımın aşırı oluşunu, 1929-1930 yıllarındaki düşüşü ise yatırımda açık olduğunu temsil etmektedir. Buhran döneminde hisse senedi fiyatlarında oluşan daha önce de bahsedilen sıçramalar yatırım ve harcamayı azaltmış böylece toplam talep azalmış ve fiyatların düşmesine neden olmuştur. Eğer Hoover yönetimi harcamayı daha önce bahsedildiği gibi kısmak yerine gerekli harcamayı yapabilseydi yaşanan deflasyonun etkileri atlatılabilirdi şeklindedir.

Friedman ve Schwartz'ın teorisi ise ABD merkez bankası FED tarafından düşürülen krediler ve para arzında yaşanan azalma bankaların iflas etmesine sebep olmuş bu güvensizlik ortamı nedeniyle yatırımcılar paralarını bankalardan çekmeye başlamışlar, bankalar da bunun karşılığında daha çok rezerv ayırmaya başlamışlardır. Böylece para tabanı düşmeye başlamıştır. Teorinin teması eğer altın standardına bağlı kalmak konusunda ısrarcı olunmayıp para arzı artırılmış olsaydı yaşanan krizin etkileri bu kadar yıkıcı olmazdı şeklindedir⁷².

1929 krizi uluslararası alanda yayılırken elbette Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiş, Türk parasının değeri düşmüştür. Osmanlı döneminden kalma borçlarını da bir yandan ödeyen ülkenin ödemeler bilançosu açığı krizin etkisiyle iki katına çıkmış, hava koşullarının tarım sektörünü de olumsuz etkilemesi ile ihracat oranı da önemli ölçüde

⁷¹Turan, a.g.e, s.58.

⁷² Yılmaz, Gaygusuz, "2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri", s.3.

düşmüştür. Ayrıca o dönemde uygulanmaya başlanacak olan 1499 sayılı gümrük tarifesinin resimleri haddinden fazla yükselteceği söylentisinin üzerine spekülâtorler önemli miktarlarda mal ithal etmesi ile hükümetin bayındırlık programlarını uygulamaya devam etmesi ithalatı artırmıştır. Son olarak demiryolları ve Haydarpaşa liman tesisleri ödemeleri de ödemeler bilançosuna rastlamış 1929 krizi başka sebeplerle birleşerek Türk parasının değerinin düşmesine neden olmuştur.

Sonuç olarak 1929 yılında yaşanan bu büyük krizin uluslararası bir hâl almasının en önemli sebebi altın standardına bağlı kalınması konusundaki ısrarcı tavidir. Bu tavır para politikasının etkin olarak yönetilememesi ile sonuçlanmış ve reel sektörün ihtiyaçları karşılanamamış, bu da beraberinde işsizliği ve alım gücünün düşmesini ve en nihayetinde de fiyatların düşmesini beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak üretim %42 ve dünya ticareti %65 oranında azalmıştır⁷³.

2.1.2. 2008 Küresel Krizin Sebep-Sonuçları ve Türev Piyasalarla İlişkisi

Tanımları üzerine birçok fikir söylenmiş olan finansal krizler, birden çok değişkenin bir araya gelmesiyle oluşan ve doğasında insan olan bu nedenle de yayılmaları ve yayılış biçimleri farklılık gösteren olgulardır. Bu sebeplerle finansal krizlerin tanımlarını yapmak oldukça güçtür. Ancak diyebiliriz ki; her finansal kriz başlangıcı, yayılışı ve sonuçlarıyla kendi tanımlarını oluşturmaktır. Finansal krizlerin nedeni ise genel olarak insanların risk alma konusunda farklılık gösterebilmeleri ve rasyonellik sınırlarını zorlaması olarak açıklanabilir. Her insanın sınırları ve tepkileri yaşadığı coğrafya ile toplum tarafından az da olsa belirlenebilmekte ve bu nedenle yaşanan krizler bölgesel ve ülkesel olabilmektedir.

⁷³Yılmaz, Gaygusuz, a.g.e., s.4.

2008 yılında neredeyse tüm ülkelerde etkilerini hissettiren son küresel krizle dünya ekonomisi, 1929 bunalımından bu yana en büyük ve en derin krizle karşı karşıya gelmiştir. 2007 yılı ortalarında ABD konut piyasasında başlayan ve konunun devamında detaylı bahsedeceğimiz sorunlar giderek büyümüş, 2008 yılının ikinci yarısında finansal piyasalardan sonra -esasinda doğal sürecin sonucu olarak- reel sektörü de etkisi altına almıştır. Gelişmiş ülkelerde finansal krizle başlayan ekonomik kriz, 2008 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır⁷⁴.

Yaşanan son küresel ekonomik krize gösterilebilecek birçok sebep bulunmaktadır. Ancak temel olarak bu sebepler birkaç ana başlık altında toplanmaktadır; likidite bolluğu ve ipotekli konut kredilerinin yapısının bozulması, konut fiyatlarındaki aşırı artış, menkul değerleştirme ve menkul değerlerin fonlanmasında yaşanan sorunlar, şeffaflık eksikliği, kredi derecelendirme kuruluşlarının etkinliğindeki yetersizlik ve düzenleyici denetleyici kuruluşların müdahalede gecikmesi ve kredi türev piyasaların genişlemesi şeklinde sıralanabilmektedir.

2.1.2.1. Likidite Bolluğu ve İpotekli Konut Kredilerinin Yapısının Bozulması

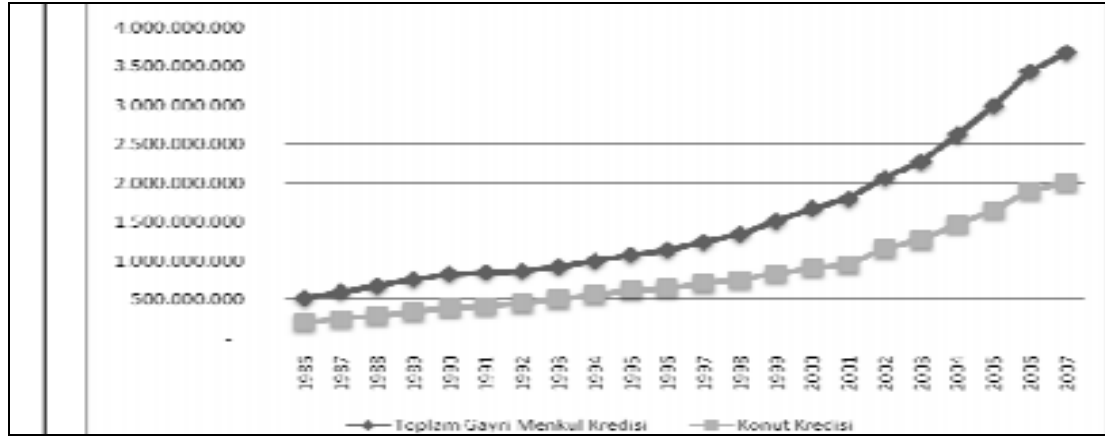
Her hangi bir aktifin -döviz, menkul kıymet, gayrimenkul gibi- istenilen kadar kısa sürede ve değer kaybına uğramadan nakde çevrilebilmesini tanımlayan likiditenin⁷⁵, özellikle 2006 yılına kadar bollaşması adeta patlamaya hazır bir balonu şişirmiştir. Dünya ekonomisinde 2002 ile 2006 yılları arasında küresel olarak yaşanan ılımlı finansal hava ile birlikte oluşan likidite bolluğu küresel krizin çıkış noktası anlamında temel sebep olarak gösterilmektedir. Bu dönemde istikrarlı bir biçimde artan büyüme oranları, düşük reel faiz oranları ve ılımlı enflasyon halinin yansıması olarak hisse

⁷⁴ Müslüme Narin, Aslı Özer, “Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi”, **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi 1**, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim İnönü Üniversitesi, Malatya, 15-16 Nisan 2010, s.1090.

⁷⁵ TCMB Sözlüğü.

senetlerinin fiyatları ve getirisi artmış böylece 2006 yılının sonuna kadar finansal piyasadaki likidite bolluğu sürekli yükselmiş ve bundan kâr etmek isteyen araçlar sahneye çıkmaya başlamıştır⁷⁶.

Grafik 5: ABD Menkul Kıymet ve Konut Kredisi (bin \$)



Kaynak: Ali Şen, Hüseyin Altay, "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz", **Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, 2010, s:170.

Grafik 5'te ABD menkul kıymet ve konut kredilerinin 1985 ve 2007 yılları arasındaki seyri gösterilmektedir. Bu grafikten yola çıkarak özellikle 2002 yılından itibaren daha dik şekilde yükselen miktarlardan bahsetmek yanlış olmayacaktır. Yine görüldüğü üzere 2006 ve 2007 yılına gelindiğinde hem menkul kıymet hem de konut kredisi miktarları 1985 yılından sonraki en yüksek noktaya ulaşmıştır.

Kâr etme amacı bu durumda en fazla olanların bankalar olması şaşırtıcı olmamıştır. Piyasadaki likit fazlasını, konut kredilerini kişilerin kredibilitelerini ve finansal geçmişlerini sorgulamadan dağıtmaya başlayarak kendilerine çekmeye başlayan bankalar bu şekilde hareket ederek krizin temelini atmıştır. Cazip olması için oldukça düşük faizlerle verilen ipotekli konut kredilerinin geri ödemeleri, faizlerin yükselmeye başlamasıyla birlikte azalmaya başlamış ve bu sebeple kendi mağduriyetlerini gidermek isteyen bankalar, kredi kullanıcılarının ipotek ettirdiği konutları haczetmeye başlamıştır. Devamında haciz malı olarak ellerinde olan bu konutları

⁷⁶ Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi**, s.1091.

piyasaya arz eden bankaların bu davranışları, tüm konut piyasasını, ellerindeki konutları satmaya çalışanlar açısından olumsuz etkilemiş, konut fiyatları düşmüştür. Piyasanın bu durumu, borçluların elindeki konutların fiyatlarını da iyice aşağı çektiğinden, kredilerinin kalan ödemeleri konut fiyatlarının üzerinde kalmasına neden olmuştur. Borçluların bundan sonraki tercihleri ellerindeki konutları bankalara iade etmesi olmuştur. Diğer taraftan bankalar kredilerin geri ödemelerini diğer finansal kuruluşlara satmışlar ve söz konusu ipotekli konut kredilerine konu olan konutlarla ilgili sermaye piyasası araçları yaygınlaşmıştır. Sonuç olarak ise geri ödemeleri yapılmayan ipotekli konut kredilerinden edilen zararlar bankalar ile sınırlı kalmamış, silsile yoluyla tüm finansal kuruluşları etkilemiş ve birçoğunun iflas etmesine yol açmıştır.

2.1.2.2. Konut Fiyatlarındaki Aşırı Artış

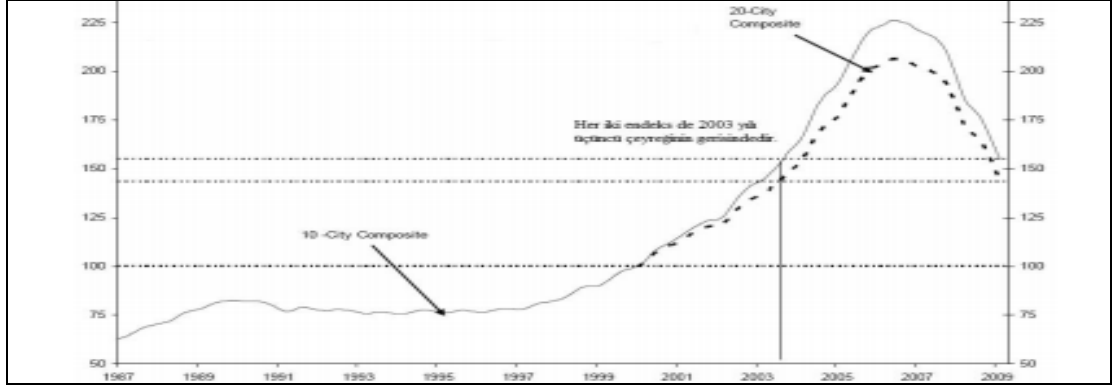
ABD’de 2006 yılına kadar yükselen konut fiyatları, kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesiyle, düşmeye başlamıştır. Fiyatların daha da yükseleceğini düşünen tüketiciler daha yüksek faiz oranlarına katlanmıştır. Piyasalarda baskı oluşturmaya başlayan değişken faizli ipotekli konut kredilerinin piyasalardaki etkisini düşürmek amacıyla ABD Merkez Bankası faiz oranlarını baskılayarak düşürmüştür. Ancak her ne kadar bu düşüş, alınan kredilerin geri ödemelerini kolaylaştırmışsa da aynı zamanda konutların değerini azaltmıştır⁷⁷.

Harvey’e göre 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz “şehirleşmenin krizidir”; emlak sektörüne yatırım ne zaman aşırı artsa krizin çıkışı başlamıştır. Nitekim 1929 yılında yaşanan büyük buhran da 1928 yılında yaşanmış olan emlak krizinin bir sonucu olarak çıkmıştır. Esasında kapitalist ekonomilerin krizden sıyrılma yolu olarak da emlak sektörünü kullandığını vurgulayan Harvey, büyük buhran sonrasında ABD’de, 2008 krizi

⁷⁷ Narin, Özer, **a.g.m.**, s.-1093-1094.

sonrasında ise Çin'de istihdam yaratabilmek inşaat sektörünün kullanıldığından bahsetmiştir⁷⁸.

Grafik 6: ABD Konut Fiyat Endekslerinin Yıllara Göre Değişimi



Kaynak: Ali Şen, Hüseyin Altay, "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz", **Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, 2010, s:171.

Grafik 6'da da görüldüğü üzere 1987 yılında 50-75 arası seyreden konut fiyat endeksleri 1989 yılına kadar artan bir eğilim göstermiş, bu artış eğilimi 1991 ve 1997 yılları arasında neredeyse durağan bir hâl almış ve özellikle 1998 yılı itibari ile tekrar yükselişe geçmiştir. Ancak küresel kriz anlamında değerlendirmek gerekirse 2006 yılında yani likiditenin tüm dünya çapında en fazla biriktiği yılda hızla yükselen bir eğilim sergileyen konut fiyatları 2007 yılında zirveye çıkmış ancak krizin etkisiyle 2007 yılından sonra benzer bir hızla düşmeye başlamıştır.

2.1.2.3. Şeffaflık Eksiği

Geçtiğimiz yıllarda başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde çok finansal kurum kurulmuş ve çeşitli finansal araçlar oluşturulmuştur. Finansal kuruluşların bu denli fazla olması ile finansal araç çeşitliliğinin artması yapının karmaşık bir hal almasına neden olmuştur⁷⁹. Bilgiler bu sebeple tüm

⁷⁸ David Harvey, "Sermaye'nin Muamması, Kapitalizmin Krizleri", çev. Sungur Savran, İstanbul, Sel Yayıncılık, 2012, s.56.

⁷⁹ Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi**, s.1095.

aktörlere, yatırımcılara ve firmalara aynı hızla ve aynı şekilde ulaşmamaktadır. Ancak yatırımcılar için neredeyse her saniye değişen, yenileşen ve dolayısıyla farklılaşan finansal araçları gözlemlemek önemli bir ihtiyaçtır ve artan finansal kuruluşlar bu gözlemlerin yapılamaması için çoğu zaman özellikle bilgi paylaşımından kaçınmaktadır.

Şeffaflık eksiği olarak tanımlanan bu durum yatırımcılar açısından olumsuzluk yaratmakta, beraberinde asimetrik bilgi* olarak da tanımlanan bakışsız bilgiyi de getirmektedir. Kuruluşların yönetiminde yer alanların sahip olduğu, kamuya açıklanmayan bilgilerin bazı yatırımcılarla paylaşılması anlamına gelen içerden bilgi de bir bakışsız bilgi türüdür. Her ne kadar özellikle bankacılık sektöründe ülkemizde de yasal yaptırımları ülkemizde de mevcut olsa da bakışsız bilginin önüne geçmek kolay değildir. Yatırımcıların doğru kararlar almasını sağlayan şeffaflık daha sağlıklı bir finansal yapı için önemli bir gerekliliktir⁸⁰.

2.1.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Etkinsizliği

Kredi notu verdikleri firmalar tarafından finanse edilen derecelendirme kuruluşlarının en önemli sorunu çıkar çatışmalarıdır. Bir yanda yaptıkları iş karşılığında alacakları ücretlerin ile diğer yanda denetleyip not vermeleri gereken kuruluşların olması nedeniyle objektif olarak bir değerlendirme yapmaları oldukça zor ve sıkıntılı bir süreci beraberinde getirmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının diğer önemli sorunu denetlediği kuruluşun verdiği bilgilerin doğruluğundan kısa sürede emin olamamasıdır. Bu sebeple kriz öncesinde denetlediği firmalardan birinin iflasından önce denetim yapılmış olmasına rağmen, denetlenen kuruluşun doğru bilgiler paylaşmaması nedeniyle firmanın sorununun ne olduğunu belirleyememiştir.

⁸⁰ Doğan Alantar, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, 2010, s.3.

Bir diğer önemli sorun ise denetim kuruluşlarının likidite riski ve reyting değiştirme riskini değil, sadece temerrüt riskini değerlendiriyor olmasıdır. Yaşanan son küresel ekonomik krizde de denetleyici kuruluşlar benzer hatalara düşmüş ve kredi notlarını düzgün şekilde ancak kriz ABD’de patlak verdikten sonra belirleyebilmiřtir⁸¹.

2.1.2.5. Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşlar

Düzenleyici denetleyici kuruluşları ve bunlar arasından özellikle de Amerika Merkez Bankası, yaşanan son ekonomik krizin sinyallerini vermeye başladığı zaman değişen risk ortamına karşı önlem alma konusunda gecikmiştir. Konut piyasasında başlayan sorunlar türev piyasa araçları nedeniyle tüm finansal sistemi ve doğal sonuç olarak da reel ekonomiyi etkisi altına almıştır. Üstelik diğer ülkelere de yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır. ABD’de birçok eyalet, aşırı riskli ipotekli konut borçlarının menkul değerleştirilerek satışını önlemeye çalışmış, ancak ABD Hazinesi, bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasaların çığnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır. Küresel ekonomik krizin bir başka nedeni olan bu durum ise düzenleyici ve denetleyici kuruluşların büyük bankaların taleplerine göre bazı uygulamalar üzerinde değişiklik yapabildiklerini ve bu şekilde süreci olumsuz göstermektedir⁸².

⁸¹Alantar, **a.g.m.**, s.12.

⁸² Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi**, s.1097.

2.1.2.6. Menkul Değerleştirme ve Fonlamada Yaşanan Sorunlar

Menkul değerlendirme likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir⁸³.

Menkul değerlendirme ile özellikle bankaların yüksek getiri isteği karşılırken riskin paylaşılması durumunun ortaya çıkıyor olması, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde yardımcı olması, yine bankaların daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan yeni kredileri finanse etmelerini sağlanması menkul değerleştirmenin kullanılmasını yaygınlaştıran en önemli sebeplerdendir. Kısacası menkul değerlendirme, avantaj olarak görülen, riski bir kurumdan diğerine aktarmayı kolaylaştırma özelliği ile aslında küresel krizin nedenlerinden biri olmuş ve yayılmasına da yol açmıştır. Likidite bolluğunu kendi lehlerine çevirmek isteyen bankalar, verdikleri ipotekli konut kredilerinin geri ödemelerini menkul değerleştirerek, kredilerden gelecek olan paraların tamamını ya da en azından bir kısmını başka yatırım bankalarına veya ipotekli satış kuruluşuna satmıştır. Kriz de tam bu noktada yayılmaya başlamış, geri ödemeleri yapılmayan kredilerin zararını hem bu krediyi veren bankaya hem de bankaların geri ödemesini sattığı yatırım bankalarına ya da ipotekli satış kuruluşlarına yaymış, finansal piyasaların kırılma hâle gelmesine neden olmuştur. Böylece özellikle düşük nitelikli konut kredilerinin menkul değerlendirilmesi ikincil piyasalarda fonlanma sıkıntı yaratmış ve sermaye piyasalarının bozulmasına yol açmıştır. Geri ödemeleri yapılamayan konut kredileri menkul değerlendirme nedeniyle tahvil piyasalarını bu şekilde olumsuz etkilemiştir. Finansal kuruluşlar tüm bu durumdan olumsuz etkilenince yaşanan panik havası ile bankalardaki tüm

⁸³Erdem Alptekin, “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, **AR-GE Bülten Ekonomi Dergisi**, Nisan, 2009, s.11.

paralar çekilmeye başlanmış ve sermaye hareketliliği neredeyse en aza inmiştir⁸⁴.

2.1.2.7. Türev Ürünlerin Riskli Kullanımları ve 2008 Küresel Krizine Etkisi

Türev ürünlerin varlık piyasa değerleri 1990 yılında 0.8 trilyon\$ iken yükselmeye başlamış ve bu yükselme “büyütülen balon” patlayıncaya kadar devam etmiştir. Çarpıcı olması açısından devam edersek türev varlıkların piyasa değeri 1992-1993 yıllarında ABD GSMH’sinin üzerine çıkmış, 1995 yılına gelindiğinde bu kez de hisse senedi varlık değerlerini aşmış, 2002 yılında ise bu değer 106 trilyon\$’a ulaşmış ve hatta 2007 yılında en uç noktaya gelerek 613 trilyon\$ olmuştur⁸⁵.

2002 yılında ABD’nin en ünlü spekülâtorlerinden ve Berkshire Hathaway yatırım bankasının kontrol hissesi sahibi Warren Buffet “*Türev ürünler, henüz gerçek yüzü ortaya çıkmamış ama potansiyel öldürücü güce sahip, büyük yıkımlar yaratabilecek finansal silahlardır*” cümlesini kurarak aslında türev ürünlerin finansal piyasalar üzerindeki öldürücü etkisine vurgu yapmıştır. Bu vurgunun sebebi türev piyasaların, dönemin FED Başkanı Allen Greenspan tarafından ısrarla riski azaltıcı etkisini savunmasıdır. Allen Greenspan’e göre; bilindik yatırım araçlarından yani hisse senetleri ve tahviller ile birlikte kredi türev ürünleri olarak adlandırılan CDO ve CDS’ler ile varlığa dayalı menkul kıymetlerden MBS, swap ve opsiyon sözleşmelerinin de dahil olduğu ve farklı oranlarda farklı araçların kullanılarak oluşturulmuş havuzlar ve bunların toplam piyasa değerlerine istinaden adına “sertifika” denilen “yeni” menkul değerlerin, büyük finans kuruluşlarınca ihraç edilmesi, yumurtaların farklı sepetlere konulması mantığı ile, riski azaltmıştır. Oluşturulan binlerce havuzdan birinde bulunan, herhangi bir sektörle alakalı türev ürünün o havuzdaki payının küçük olmasını, diğer bir sürü kredi türev

⁸⁴ Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türekiye İmalat Sanayi** s.1094.

⁸⁵ Kemal Çakman, “Minerva’nın Baykuşu : 2008 Krizinin Oluşumunun Perde Arkasının Öyküsü: Gerçek ve Sahte Kâhinler”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2009. Vol.:44, No. 532, s. 2.

ürün ve menkul kıymet çeşitleri ile karışık halde bulunduğundan daha da küçülmesini sağlamış, binlerce farklı havuz olduğundan o türev ürünün payı gittikçe daha da azalmış bu da riski azaltmıştır Yani bu piyasa güçlü bir “hedging⁸⁶” etkisi yaratmıştır. FED Başkanı tezini, riskin farklı yatırım araçları kullanılarak azaldığını gösteren matematiksel modellemeler ile de desteklemiştir. Ancak bu modeller kurulurken varsayımlara tahmin edilemeyeceği için, haliyle, “geleceğe ait beklentiler”in eklenmediği ve bu çoğunlukla politik ve iyi giden ekonomik durum nedeniyle göz ardı edildiği gerçeğini değiştirmemiştir.

Küresel krizin nedeni, her ne kadar öncelikle ipotekli konut kredilerinin dönüşlerinin olmaması özetiyle bilinse de bunu tetikleyen de türev piyasalarıdır. Türev piyasa araçlarının iki temel özelliği küresel krizin adeta zeminini oluşturmuştur. Bunlar türev piyasaların yapısı ve denetimsizliğidir. Türev piyasalarda oluşturulan havuzlar ile, bir kuruluş bir havuzdan sertifika almakta ve çeşitli sertifikalar ile kendi havuzunu oluşturarak yeniden düzenlemekte ve bunu belki de bin parçaya bölerek yeni sertifikalar oluşturmakta sonra da bu sertifikaları bireysel emeklilik fonlarından emekli sandıklarına, yatırım fonlarından özel emeklilik fonlarına, reel sektör şirketlerinden bireysel yatırımcılara ve havuz kurma yetkisine sahip yatırım ve ticari bankalara ihraç etmiştir. Dolayısıyla bu bir sarmal haline gelmiş ve türev ürün piyasasına giren herkesin her sektörden etkilenme riski aslında artmıştır. Riskin artma sebebi ise oluşturulan bu piyasanın yapısı gereği şeffaf olamamasıdır. Sonuç olarak her yatırımcı kendi havuzunu oluşturmuş, bir başkasının havuzuna bunları ihraç ederek girmiş, bu havuzda bulunan ve karşılığı sertifika olan menkul kıymetlerin ve türev ürünlerin ise hangisinden ne kadar içerdiği gittikçe daha da karmaşıklaşmış bu durum ise şeffaflığı giderek karanlığa çevirmiştir. Kaldı ki yatırımcıların, kendi ihraç ettiği türev ürünlerin daha sonra başka yatırımcıları dolaşarak bir kısmının yine kendisine gelmesi işten bile olmamıştır. Hal böyle iken daha önce

⁸⁶ Ek-1.

bahsedildiği ve türev ürünlerin çalışma mantığının riski azalttığını gösteren matematiksel modeller için aslında büyük bir belirsizlik oluşmuştur. Bu karmaşık yapı, bir kriz halinde türev ürünler yoluyla krizin yayılmasını da olası kılmıştır. Nitekim Warren Buffet “Büyük riskler ve özellikle kredi-riskleri, yüksek yoğunlukta türev-araçları içeren portföylere sahip olan görece az sayıda finansal kurum ve banka elinde konsantre olmuş durumdadır. Bunlardan biri zor duruma düştüğü takdirde, çok kısa bir süre içinde problemleri diğerlerine de sirayet edecektir.” diyerek türev ürün piyasalarının ne denli tehlikeli olduğunu tekrar vurgulamaya çalışmıştır. Bir sektörde başlayan olumsuz bir durum öncelikle ilgili sektörün kağıt fiyatlarını düşürecek, bu durum hisse senedi ve türev ürün piyasalarında beklentileri olumsuz etkileyecek ve satışların dalgalanmasına neden olarak tüm finans sektörü için öldürücü darbeler oluşturacaktır⁸⁷. Kaldı ki küresel ekonomik krizin ortaya çıkışı da ilk olarak konut piyasaları ile olmuş ve daha sonra türev araçlarla birlikte önce marjinal olarak daha sonra 2008 yılının sonuna doğru ise neredeyse bir asırdır görülmeyen bir şekilde finans piyasalarına yayılmıştır⁸⁸. Yani her ne kadar krizin çıkma sebebi dağıtılcısına verilen mortgage kredilerinin geri ödemelerinin alınmaması olsa da derinleşip içinden çıkılmaz bir hâl almasının sebebi türev piyasa araçlarıyla oluşturulmuş havuzlarda, geri dönüşü beklenen bu kredilerin dönmeyişi ile başka yatırımcılara ve belki de onlardan da başka yatırımcılara geçmesidir.

Türev ürün piyasalarının denetimsizliği de küresel kriz için diğer bir temel nedeni oluşturmaktadır. FED Başkanı başta olmak üzere neredeyse tüm finans sektörünün, ABD ekonomisinin ve beraberinde hızla yükselen dünya ekonomisinin türev ürünler sayesinde olduğunun farkında olması bu piyasanın daralmasını göze alamayacakları bir durum oluşturmuştur. Onlara göre eğer federal hükümet müdahaleci olup türev piyasaları denetlemeye ve dizginlemeye çalışırsa türev ürün ticaretinin ve gelirlerinin ABD'den

⁸⁷ Çakman, *Minerva'nın Baykuşu: 2008 Krizinin Oluşumunun Perde Arkasının Öyküsü: Gerçek ve Sahte Kâhinler*, s. 5.

⁸⁸ Çakman, *a.g.e.*, s.6-7.

kaçacaktır. CTFC olarak bilinen Vadeli Emtia Piyasası Komisyonu bu süre içinde türev ürün piyasasının denetlenmesi ve regüle edilmesi konusunda çalışma başlatmış ancak FED Başkanı ve dönemin ekonomi konusunda önde gelenleri bunu reddederek 1999 yılının Kasım ayında CTFC'nin türev piyasalar üzerindeki yetkisinin tamamen ve süresiz olarak kaldırılması fikrini Meclis Komitesine sunmuşlar, Aralık 1999'da "Derivatives Market Reform Act" (HR 7266) yasası meclisten geçirmişlerdir. Böylece CTFC artık sadece birincil kademe vadeli emtia sözleşmeleri üzerinde etkili olabilecek türev piyasalar üzerinde ise hiçbir yetki ve etki sahibi olamayacaktır. İşte böylece krizin diğer temel nedeni de oluşmuştur.

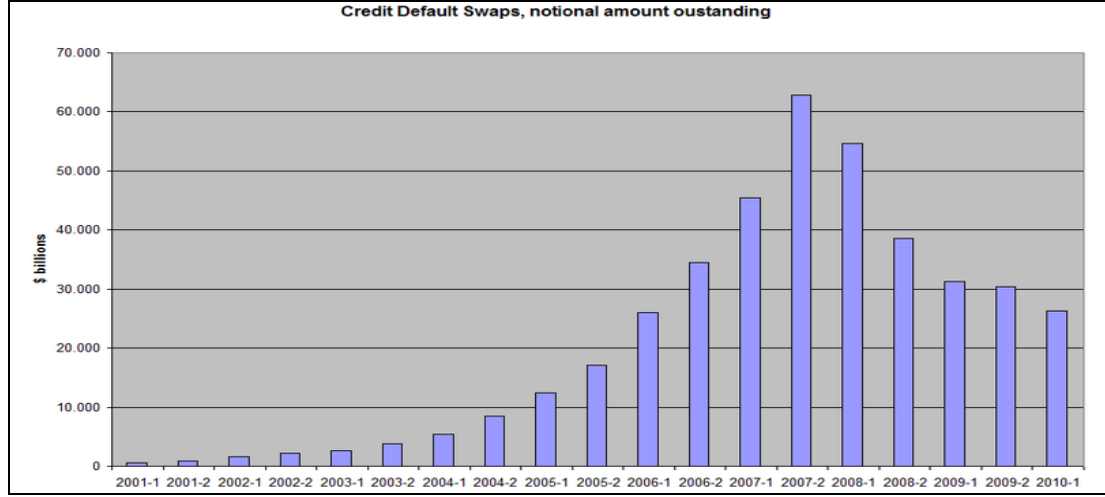
Türev ürünlerin ortaya çıkış sebepleri "riskten korunma" olsa da bunun, sadece türev ürünü "alan" kişi açısından yapılan bir değerlendirmenin sonucu olduğunu göz ardı etmemek gerekmektedir. Türev ürünleri kullanan alıcı riskten kaçarken bu türev ürünü alıcıya satan "kişi ya da kurumlar" bu riski spekülasyon güdüsüyle üstlenmektedir. 21 Aralık 2000'de konuyla alakalı olarak HR5660 no.lu yasa çıkarılmıştır. Bu yasaya göre CDO ve CDS alım satımı yapabilmek için bu araçların dayanağı olan "reel bir nakit akımını temsil menkul değer"lere sahip olmak zorunda değillerdir. Bunun anlamı ise spekülâtörlerin, türev araçları alıp satarken bunların dayandığı ve nakit akımı yaratan menkul değere sahip olmamalarına rağmen, sanki ellerinde bu kıymetler varmış gibi davranarak, bu kıymetlerin nakit akımlarındaki olası aksama riskleri üzerinden gelir elde etmek isteyecekleriydi. Ancak belirtmekte fayda var ki böyle bir piyasaya girişin bu denli kolaylaştırılması ile "türev piyasalar riski azaltır" teorisinin hiçbir alakası yoktur. Zaten beklenen olmuş ve bu yasa ile CDO ve CDS piyasası spekülâtörlerce canlandırılmıştır. Öyle ki CDS piyasasının hacmi 2001 yılından 2007 yılına kadar %10.000 genişlemiştir⁸⁹.

Grafik 7'de CDS'lerin 2001 yılından 2010 yılının ilk yarısına kadar billion dolar olarak kullanımları görülmektedir. CDS kullanımlarında 2001

⁸⁹ Çakman, a.g.m., s 14-18.

yılından 2005 yılına kadar neredeyse düzenli olarak nitelenebilecek artış, 2005'ten sonra daha büyük sıçramalar yapmış ve bu 2007 yılının ikinci yarısına kadar sürmüştür. Daha sonra da sert şekilde düşüşe geçmiştir.

Grafik 7: CDS Kullanım Hacimleri



Kaynak: Wikimedia, 2013.

2006 yılında MBS'lerde başlayan fiyat düşüşleri genel olarak finans piyasalarındaki beklentileri olumsuz etkilemiş, 2008 yılına gelindiğinde sadece ipotekli konut kredileri değil bu kredileri içeren havuzlar da tek tek etkilenmeye başladı ve sonunda türev piyasalar bu sektörle alakalı olmayan sektörleri de etkisi altına almıştır. Türev ürün piyasaları ile birlikte hisse senedi piyasalarında da önemli düşüşler yaşanmıştır⁹⁰. Bunlar toplam olarak hisse senetlerinin piyasa değerinde 12 trilyon\$'lık, türev ürünlerin piyasa değerinde ise yaklaşık olarak 120 trilyon\$'lık düşüşlerdir⁹¹.

Sonuç olarak dönmeyen mortgage kredileri ile kredi hacmi daralmış, mortgageları dayanak tutan türev ürünlerin fiyatları düşmeye başlamış, yatırım bankalarının havuzlarındaki sertifikaların fiyat düşüşleri başlamış böylece beklentiler daha da olumsuz bir hâl almış ve bunun sonucu olarak bütün türev araçların fiyatları düşmüş, tüm finans kurumları bu olumsuz beklentilerden etkilenmiş ve piyasalar daha da olumsuz beklentilere girmiştir.

⁹⁰ Çakman, a.g.m., s 19.

⁹¹ Çakman, a.g.m., s 2.

Dolayısıyla tüm piyasalarda talep daralmaları meydana gelmiş, satışların düşmesi fiyat düşüşlerini de beraberinde getirmiş ve finansal kriz tüm sektörler yayılmıştır. Böylece umutlar tükenmiş, finans piyasalarının üzerine çöken kara bulutlar ile kredi hacmi ve likidite iyice daralmıştır⁹².

2.1.2.8. ABD Bankacılık Sektörünün Düşüşü ve Türev Piyasalar

2000 ve 2006 yılları arasında ABD, tüketim ekonomisinin sekteye uğramaması için ve küresel ekonomik büyümeyi devam ettirmek amacıyla tüketicilerin borçlarını sürekli olarak artırma stratejisi gütmüş ve bu sayede 1997 yılında ABD'nin borcu GSYİH'sinin %250'si kadarken 2007 yılında %350'lere kadar ulaşmıştır.

İnsanların tasarruflarını yatırmaları bankaların geleneksel olarak kabul görmüş görevleridir. Ancak zamanla tüketiciler tasarruflarını yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarına aktarmaya başlamışlar bankalar da buna dur diyebilmek adına, bankacılık sektöründe devletin deregülasyonlarının da bir sonucu olarak, tüketici kredilerini farklı avantajlar ve riskler şeklinde adeta paketleyerek menkul kıymetleştirmişlerdir. Bu menkul kıymetleştirdikleri ürünleri, kaldıraç etkisi sayesinde yüksek getiri beklentileri ile kendilerini de yüksek borçlar altına sokarak, başka bankalara ve fonlara satmış ve böylece yeni bir iş alanı yaratmışlardır. Bankaların mali tablolarına yansımayan ve bu sebeple “gölge bankacılık sistemi” olarak adlandırılan yeni ekonomik sistemde, deregülasyonun bir sonucu olarak devletin faiz oranı değiştirme ya da emisyon yetkisi etkisiz hâle gelmiştir. Gölge bankacılık ile bankaların düşük likiditeleri ile yüksek riskler alınmış, normalde merkez bankalarının güven sağlamak amacıyla varlık / borç oranına koyduğu alt limit anlamsız bir hâl almıştır. Neredeyse tamamen kendi kurallarına göre oynamaya başlayan

⁹² Çakman, a.g.m., s 20.

bankalar büyük kârlar elde etmeye devam ederken borç yükleri de hayli artmıştır⁹³.

Bir yandan bankacılık sistemi bu durumdayken diğer yandan da emlak piyasasında düşük tutulan faizler nedeniyle bu piyasaya büyük bir talep artışı olmuş, tüketicilerin mortgage kredileri ile borçlanması daha önce bahsedildiği gibi gölge bankacılık sistemini beslemiş ancak bir yandan da finansal piyasalarda riskleri artırmıştır. Elbette ki tek sorun olarak düşük faizler ve ABD ekonomisinin bir taraftan artmaya devam eden borçları sayesinde büyümesi değildir. Temel sorunun ekonomiye ve reel sektöre hızla yayılmasına sebep olan bir kredi türevi olan CDO'lar yani teminatlandırılmış borç yükümlülükleridir. Bu finansal enstrümanlar daha önce de bahsedildiği gibi borç kontratlarına dayanmaktadır. O dönem yüksek getiri elde edebilmek için bankaların borç kontratlarına olan ihtiyaçlarına, her kontrat için personelin aldığı primler de eklenince geliri analiz edilmeyen ya da analizden olumsuz sonuçlar alınan tüketiciye de bu borç senetleri satılmıştır. Bu döngünün bir süre sonra tüketicilerin borçlarını ödeyemeyeceği gerçeği ile yüzleşeceği bankalar tarafından inkar edilircesine yüksek getiri beklentisi devam etmiştir. CDO'ların riskine karşı, bu CDO'ları satın alan bankalar ya sigorta satın alarak ya da hedge fonlar ile kendilerini garanti altına almışlardır. Dağıtılan borçlar paketler halinde kurumsal yatırımcılara satılırken bankalar CDO'lar ile uzun vadeli riskli borç kontratları arasındaki faiz farkını kendi sermayelerine eklemişlerdir.

Hedging ile CDO'ların riskinden korunabileceklerine, en kötü ihtimal ile FED'in kendilerini koruyacağına inanan yatırım bankaları durumun ciddiyetini uzun süre fark etmemişlerdir. Ancak 2006 yılının sonuna gelindiğinde yatırım bankaları dışındaki yatırımcılar düşük riskli olduğuna inanmayı tercih ettikleri CDO'ları sorgulamaya başlamışlar ve CDO'ya olan talep önemli ölçüde düşüşe geçmiştir. Bunun doğal bir sonucu olarak getirileri, bankaların kurumsal yatırımcılara sattığı kağıtların maliyetinin bile altına inmesiyle

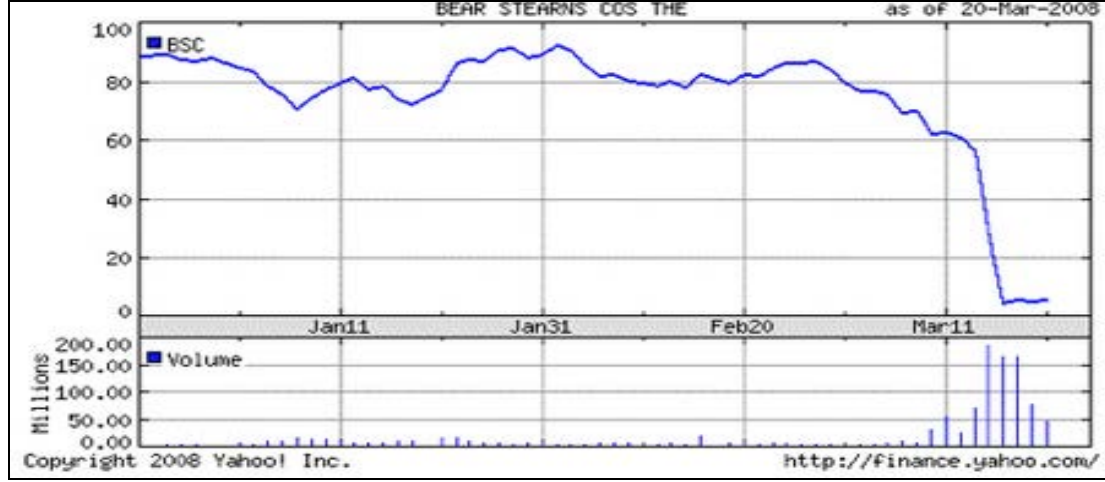
⁹³ Çakman, a.g.m., s 21.

bankaların zarar etme süreci de başlamıştır. Bankalarca kurumsal yatırımcılara ödenmesi gereken faizleri karşılayacak olan da yine yeni CDO'ların satışıydı ancak bu satışlar yapılamadığından bankaların bilançoları baskılanmaya başlamıştır. Zaman içerisinde CDO'ların riskine karşı sigorta yapan sigorta şirketleri de bu zarardan nasibini almış ve türev piyasalar ile birbirlerine bağlanan sektörler için süreç bir kısır döngüye girmiştir.

2007 yılının ağustos'unda menkul kıymetler pazarı çökmüş, FED'in piyasaya aktardığı likidite, bankaların vermiş oldukları kredilerin makul faiz oranlarına çevirmelerinde kullanılmıştır. Bu arada bankaların varlıklarının büyük bir kısmının da karşılığı olmayan, getiri beklentisiyle satılan bu kağıtlar olduğu ortaya çıkmıştır. Temmuz 2007'den 2008 yılının mart ayına kadar wall street'ten 175 milyar dolar erimiştir⁹⁴.

ABD'nin en güçlü beşinci yatırım bankası olan Bear Stearns iflasını açıklamıştır. Ancak ABD'nin bu bankanın batmasına izin vermesi zaten kırılğan hâle gelmiş olan finans piyasalarının sarsılan güven ortamıyla daha da kırılğan olması hem de türev piyasalar ile birbirine bağlanmış olan zincirin ilk halkasının kırılmasına yol açması anlamına geleceği için 2008 yılının mart ayında Bear Stearns'e hazine el koymuştur. Grafik 8'de Bear Stearns'in risk yönetiminin 2008 yılı durumu anlatılmaktadır. Buradan da net şekilde anlaşılmaktadır ki Şubat ayının sonunda risk yönetimi konusunda yetersiz kalmaya başlayan banka, Mart ayına gelindiğinde bu konuda neredeyse kontrolünü kaybetmiştir.

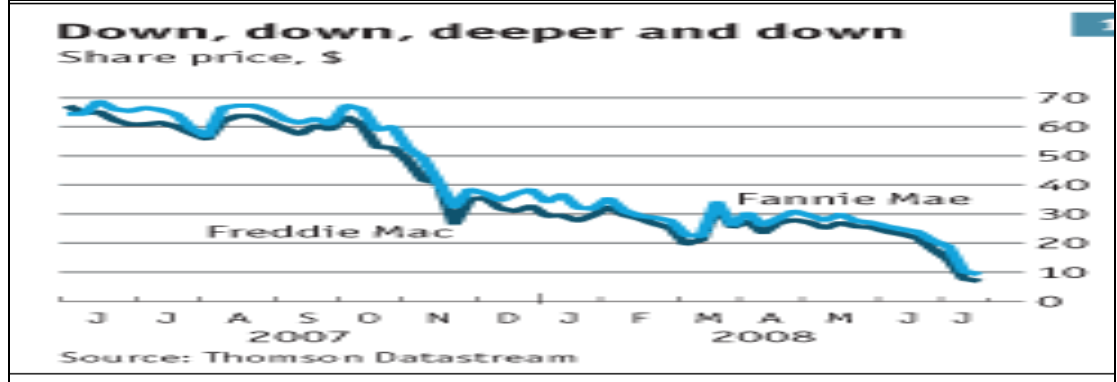
⁹⁴ Robin Blackburn, "The Subprime Crisis", Mart-Nisan 2008.

Grafik 8: Bear Stearns'in Risk Yönetimi

Kaynak: Geoff Concidine, "Risk Management Lessons From Bear Stearns", 2 Nisan 2008.

2008 yılının Ağustos ayına gelindiğinde her sene yüksek kârlar açıklayan büyük bankalar bu bilanço döneminde zarar açıklamaya başlamış, borsa hisseleri çok yüksek oranlarda düşmeye başlamış ve Eylül ayına gelindiğinde ABD ekonomisinde en önemli ve büyük iki kredi kuruluşu olan Fannie Mac ve Freddie Mae tehlikeli bir pozisyona gelmiştir. Başta devlet kurumu olarak faaliyet gösteren bu kredi kuruluşları sonrasında özelleştirilmiş, fakat mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç ettiği ve bu sebeple fon topladığı tahvilleri üzerindeki devlet garantisi de devam etmiştir. Nitekim varlıkları hızla eriyen bu kredi kuruluşlarına hazine yine müdahale etmiştir. Bunun sonucunda dünya borsaları ciddi bir hareketlilik kazanmıştır. Aşağıdaki grafikte bu kredi kuruluşlarının hisse senedi fiyatları görülmektedir. Hisse senedi fiyatı, şirketin satılabilir hisselerinin, türevlerinin ve finansal varlıklarının toplamının ortak tek fiyatıdır. Buna göre 2007 yılında bu kredi kuruluşlarının hisse senedi fiyatlarında başlayan düşüş, 2008 yılında da devam etmiş ve Temmuz ayında son bir senenin en kötü durumuna düşmüştür.

Grafik 9: Freddie Mac ve Fannie Mae Kredi Kuruluşlarının Hisse Senedi Fiyatları



Kaynak: The Economist, "Fannie Mae and Freddie Mac End Of Illusions", 17 Ağustos 2008.

Ancak bu kredi kuruluşlarının kurtarılışının sonrasında ABD hükümetinin "zordaki bankalara herhangi bir finansal garanti sağlayamayacağı" şeklindeki açıklamasından sonra Lehman Brothers, o yıl hisselerinin %94 değer kaybetmesinin ardından iflasını açıklamıştır⁹⁵. Grafik 10'da Lehman Brothers hisselerindeki düşüş görülmektedir. Buna göre yine 2007 yılının ortalarında başlayan düşüş, aynı Freddie Mac ve Fannie Mae hisseleri gibi 2008 yılında da devam etmiştir.

⁹⁵ **Riskonomi Dergisi**, "Batamayacak Kadar Büyük Olmak Neden Yetmedi: Lehman Brothers", 15 Ekim 2009.

Grafik 10: Lehman Brothers Hisse Senedi Fiyatları Grafiği

Kaynak: Muhlenkamp & Company, Inc, "Bailouts, Your Dollars & the Whole Credit Mess", 2007.

Bu büyük bankaların sarsılması vadeli petrol ve altın fiyatlarını fazla etkilememiş, ancak ABD'nin Lehman Brothers'ın batmasına izin vermesiyle birlikte fiyatlar büyük düşüşler sergilemişlerdir.

Grafik 11: Vadeli Petrol Fiyatları

Kaynak: İMKB, 2013.

Grafik 11'de yatay düzlem 2003 – 2013 yılları arasını, her yıl arasındaki dikey çubuklar ise her yıl içindeki ayları göstermektedir. Buna göre vadeli petrol fiyatları 2008 yılının altıncı ayına kadar yükselmeye devam etmiştir. Bu petrol fiyatlarının ABD'nin krizi kurtarma ve yönetme çabaları nedeniyle krizi okumaması olarak yorumlanmaktadır. Ancak ABD'nin krizi kabullenmesi ve bunun karşısında bazı olumsuzlukların önüne geçememesiyle birlikte vadeli petrol fiyatları hızla düşüşe geçmiş ve 2009'un ilk çeyreğine kadar düşme eğilimini devam ettirmiştir.

Grafik 12: Vadeli Altın Fiyatları

Kaynak: İMKB, 2013.

Grafik 12'de bu kez de vadeli altın fiyatlarını görülmektedir. Vadeli işlem fiyatlarının vadeli petrol fiyat artışıyla aynı nedenlerden dolayı 2007'nin sonlarında ve hatta 2008 yılının ilk aylarına kadar yükselmeye devam ettiğini ancak 2008'in yine özellikle altıncı ayından sonra keskin bir düşüş dönemine girdiğini söylemek yanlış olmayacaktır

2008 küresel ekonomik krizin öncelikle bankacılık sektöründe asla batmaz gözüyle bakılan dev bankaları sarsması ve hatta batırması krizin temelinde türev ürünlerle disfonksiyonel ilişkilerin varlığının işaretidir. Türev ürünlerin hem alıcısı hem de satıcısı olan bankalar ile bankacılık fonksiyonları disfonksiyonel hale gelmiştir. Bankalar asıl faaliyet alanlarından çıkarak türev ürünlerden rant sağlama çabasına girmiş, trader adını verdikleri riski bankalar adına üstlenen kişiler yüksek getiri elde etmek uğruna riski iyi hesaplayamamış ya da hesaplamış oldukları riski rasyonel olmayan bir şekilde kabullenmişlerdir. Sonuçta da kumar güdüsü ile girilen türev piyasa işlemleri de bankacılık sektörünü derin şekilde etkilemiştir⁹⁶.

2.1.2.9. Küresel Ekonomik Krizin Küresel Sonuçlarına Genel Bakış

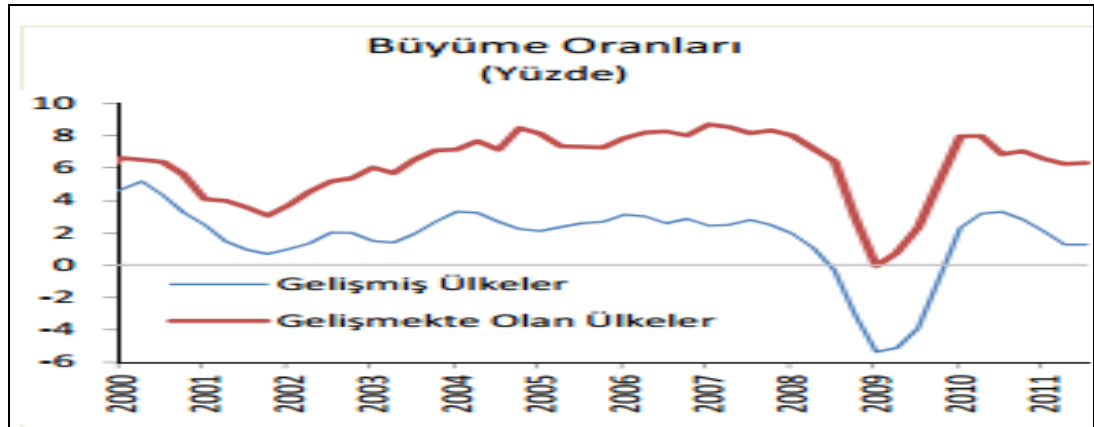
2007 yılında ilk belirtileri görülen ve 2008 yılında tüm dünyada etkileri az ya da çok görülmeye başlanan küresel ekonomik krizin reel ekonomiye bu

⁹⁶ Kutlu Merih, "Riske Karşı Türev Ürünler", **Riskonomi Dergisi**, 17 Mart 2011.

yansıyışı ile hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında büyük düşmeler görülmüştür⁹⁷.

AB ülkelerinde reel GSYİH'daki artış 2007 yılında ortalama olarak % 3,2 iken ilk düşüşünü küresel krizin başladığı yılda yani 2008'de yaşamış ve %0,8'e inmiş, 2009 yılında dip yaparak - %4,1'i görmüştür. Küresel Krizin etkilerinin azaldığı 2010 yılında ise %1,7' düzeyine çıkmış ama yine de tam bir toparlanma gösterememiştir. Diğer bir makroekonomik gösterge olarak AB ülkelerinin enflasyon oranlarına göz atıldığında ise 2007 yılında %1,7 olan bu oran krizin başladığı yılda %3,7'ye yükselmiş, 2009 yılında ise hızlı bir düşüşle %0,9 oranını görmüş, son olarak 2010 yılında ise yeniden %1,9'a yükselmiştir⁹⁸.

Grafik 13: Küresel Krizde Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkelerin Büyüme Oranlarının Yüzdesele Değişimleri



Kaynak: TCMB, 2009.

Gerçekten de Grafik 13'e bakıldığında özellikle 2002 yılından itibaren hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının genel olarak 2007 yılına kadar yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak küresel ekonomik krizin etkisini ülkelerin reel ekonomileri üzerindeki etkisiyle birlikte 2008 yılında başlayan ve 2009 yılında en düşük hali alan büyüme oranlarına rastlanmaktadır. Küresel ekonomik krizin en önemli çıkış nedenlerinden birisi daha önce de bahsedildiği gibi konut fiyatlarının

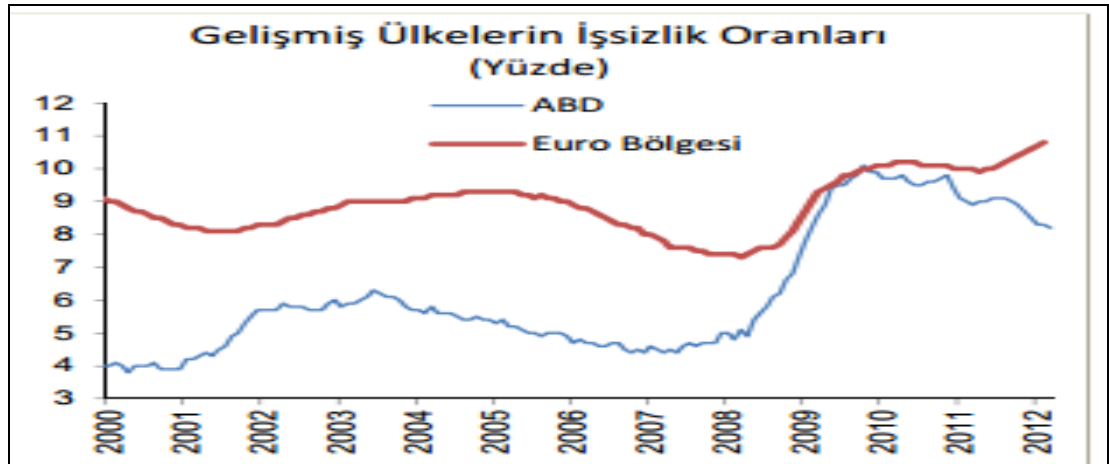
⁹⁷Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi**, s.1097.

⁹⁸ World Economic And Financial Surveys (Regional Economic Outlook), **IMF**, 2010.

yükselmesidir. Aynı şekilde, krizin yaşattığı sonuçlardan biri de konut fiyatlarının düşmesidir. Bir kısmı geri dönmeyen konut kredileri yüzünden adeta kısır döngüye giren ABD konut piyasasında ciddi düşüş yaşanmıştır.

Elbette küresel ekonomik krizle birlikte büyüme oranlarından başka makroekonomik göstergelerden işsizlik oranları da olumsuz etkilenmiştir. Krizle birlikte başta ABD olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranları yükselme eğilimine girmiştir. O dönem Türkiye’de de önceki yıllarda %10’un altında seyreden işsizlik oranlarının krizle birlikte 2008 yılında %11, 2009 yılında ise TÜİK verilerine göre %14 seviyesine kadar yükseldiği görülmüştür.

Grafik 14: Gelişmiş Ülkelerdeki İşsizlik Oranlarının Seyri

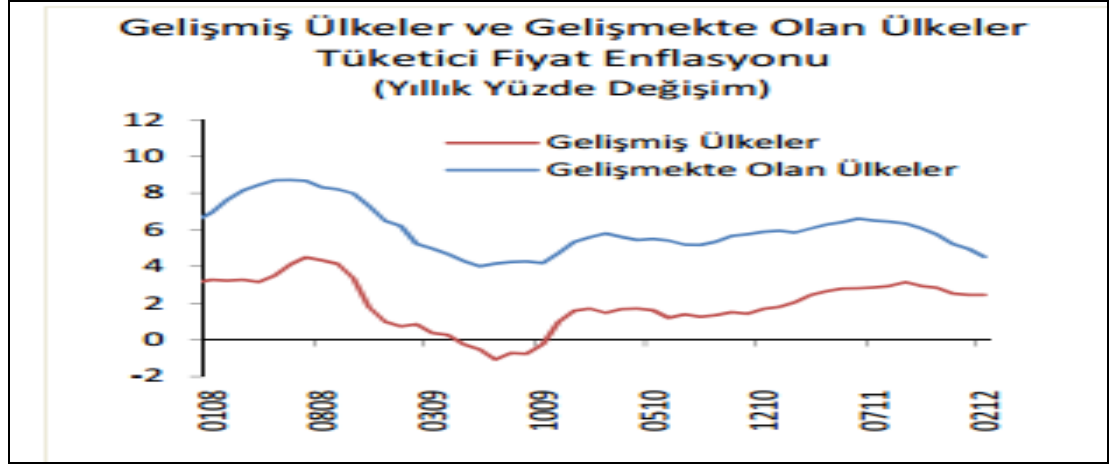


Kaynak: TCMB, 2009.

Grafik 14'te de görüldüğü üzere; ABD' de 2003 yılından sonra düşme eğiliminde olan işsizlik oranı, 2007 yılında yükselişe geçmiştir ve 2009'da bu yükselişin daha hızlı bir hal almıştır. Aynı şekilde Euro Bölgesi'nde de 2008'de başlayan yükselme 2009 yılında en yüksek halini almıştır.

Elbette enflasyon oranları da krizin kaçınılmaz sonucu olarak kendisini göstermiş, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları kriz nedeniyle fiyatları fazlaca artan petrol ve gıda sektörlerinin yanı sıra enerji talebinin de artması ile iyice yükselmiştir⁹⁹.

⁹⁹Alantar, **Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme**, s.5.

Grafik 15: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Oranları

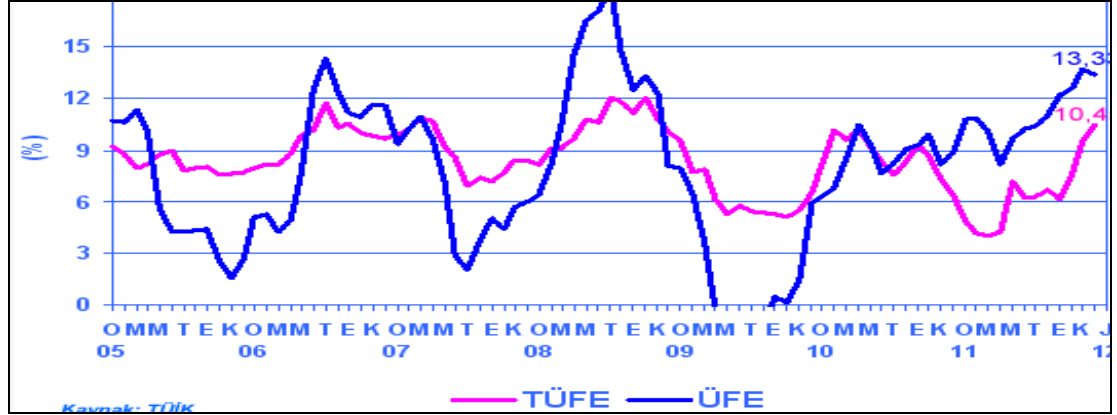
Kaynak: TCMB,2009.

Grafik 15'te 2008 yılının ocak ayından başlayarak 2012 yılının şubat ayına kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarındaki değişimler görülmektedir. Küresel krizin etkisiyle 2008 yılının ortalarına doğru, özellikle ağustos ayında enflasyon oranlarının her iki ülke türüne göre de en yüksek oranda olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Finansal krizden doğrudan etkilenen ülkelerin yatırım talebinin düşmesi nedeniyle ihracatı azalan ülkelerin sabit yatırım harcamaları da kriz nedeniyle ciddi düşüşler yaşamıştır. Özellikle cari açıkları büyük olan ülkelerin yatırım harcamaları önemli ölçüde düşmüş, cari açığı büyük olmayan ülkelere de bu düşüş hızı engellenememiştir.

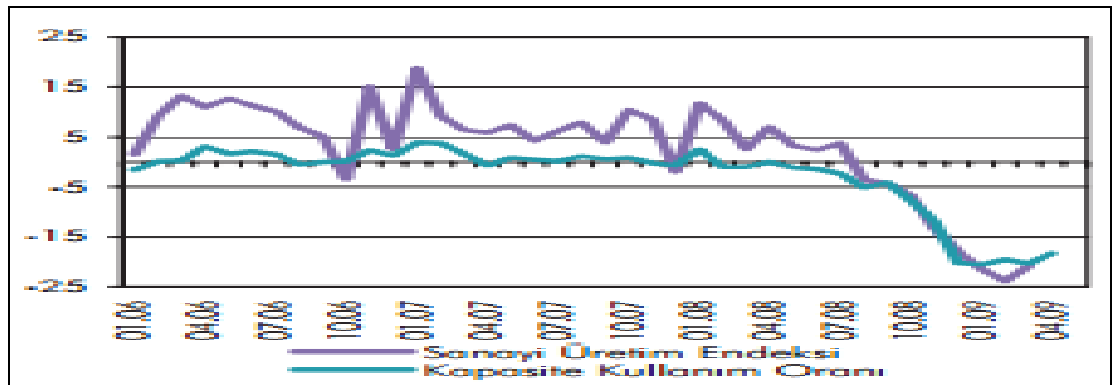
İpotekli konut krizi olarak ortaya çıkan küresel kriz ilerledikçe finansal krize dönüşerek reel sektöre de büyük bir hızla yayılmıştır. Küresel olarak düşen büyüme oranları, yükselen enflasyon ve işsizlik oranları 2007 yılının son çeyreği ve 2008 yılının ilk çeyreği arasında reel ekonomiye yayılmaya başlamıştır. Bununla beraber sanayi üretiminden başlayarak, ticaret hacimleri azalmaya başlamış, sabit yatırım harcamaları düşmüştür dolayısıyla işsizlik oranlarının tekrar artması söz konusu olmuştur¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Alantar, a.g.m, s.5.

Grafik 16: Yıllara Göre TÜFE ve ÜFE Enflasyonu

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2013.

Grafik 16'da Türkiye'de yıllara göre TÜFE ve ÜFE enflasyonu görülmektedir. Buna göre 2006 yılından itibaren düşme eğiliminde olan TÜFE ve ÜFE enflasyonlarının 2008 yılında krizin patlak vermesi ve 2009 yılında tam olarak küreselleşmesinin sonucu olarak Türkiye'de de tavan yaptığını ve sonrasında toparlanmaya başladığı gözlemlenmektedir.

Grafik 17: Türkiye'de Kriz Dönemi Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranları

Grafik 17'de Türkiye'de 2006 yılından 2009 yılının ilk çeyreği arasında sanayi üretimleri ve kapasite kullanım oranlarında yaşanan değişim yüzde olarak görülmektedir. Tüm dünya ile birlikte, özellikle 2008 yılının ortalarında reel sektöre yayılan krizin de etkisiyle Türkiye'de bu oranlarda küçülmeye rastlamaktayız. Hatta temmuz ayından itibaren büyümenin negatife düştüğü ve 2009 yılının ocak ayında da bu küçülmelerin devam ettiği nisan ayı itibarıyla

de krizin etkisinin azalmaya başladığını da grafikten açıkça anlaşılmaktadır. Bu oranların düzelmesiyle birlikte küresel olarak sanayi ve mal ticareti de bu olumlu havadan etkilenmiş, ülkelerin krizden kurtulabilmek için uygulamaya başladığı politikalarla güven unsuru yeniden kazanılmaya başlanmıştır.

2.1.2.10. 2008 Krizi ve Sonrasında Türev Ürün Piyasalarının Durumu

Dünya finansal piyasalarında yaşanmış ekonomik krizler incelenip sebeplerine bakıldığında temel sorunun hızla artan sermaye hareketleri ve türev ürünlerin finans piyasalarında yaygınlaşmaya başlaması ancak buna karşılık güçlü bir kontrol mekanizmasının olmayışı olduğu görülmektedir.

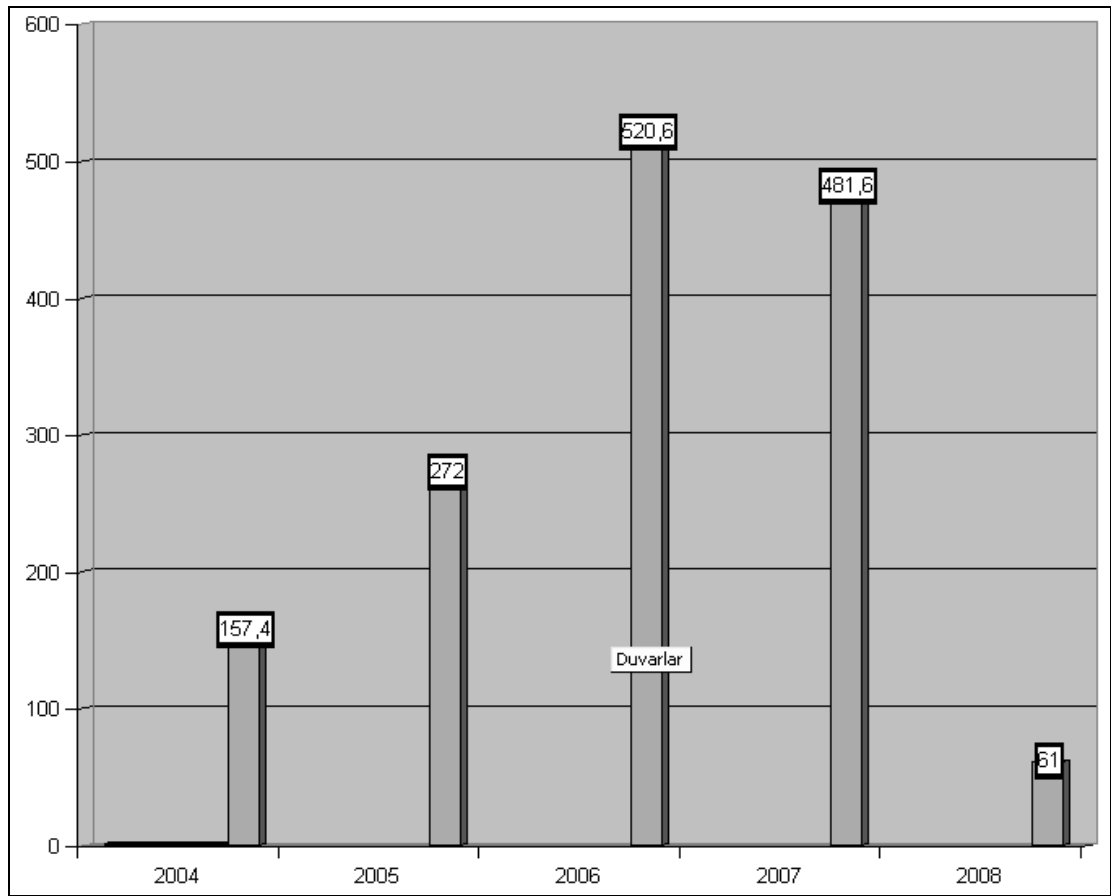
Günümüzde araç olmaktan çok amaç olmaya başlayan tüketime kaynak sağlayarak tüketimin artmasına neden olan türev piyasası bu anlamda “*para sermayesi*” olarak görülebilir. Bu önemli gelişmeden kâr sağlamayı amaçlayan ABD önemli aracı kurumlarına “ipoteğe dayalı krediler” vermesi konusunda destekleyerek bu kurumlara, yapıyor olduklarına ek olarak bir görev yüklemiştir¹⁰¹.

ABD tarafından desteklenen bu kredi kuruluşlar verdikleri ipotekli konut kredilerinden olacak geri dönüşleri teminat ederek büyük meblağlı konut tahvillerini piyasaya sunmuşlardır. Piyasadaki serbest fonları, riski de getirisi de yüksek olan konut tahvillerinin alınması için yönlendiren kredi kuruluşları, bu şekilde menkul kıymetleştirdikleri ve yatırım aracı yaptıkları ipotekli konut kredi dönüşleri ile bu işi artık sadece krediyi arz ve talep edenleri ilgilendiren bir piyasadan ziyade faiz eğilimlerinden çokça etkilenen bir piyasa haline getirmişlerdir. Riski farklı sepetlere koymak gibi değerlendirilebilen bu durum özellikle “teminatlandırılmış borç yükümlülükleri” olarak adlandırılan türev araç ile sağlanmıştır. ABD’nin desteklediğinden bu kredi kuruluşları teminatlandırılmış borç yükümlülükleri ile, vermiş oldukları

¹⁰¹Işık, Tünen, **Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü**, s.846.

kredileri yeniden ama bu sefer başkalarına satabilmek için toplamış ve başka tür krediler ile eşleştirerek (birleştirerek) farklı risk içeren gruplar oluşturmuşlardır. Böylece ipotekli konut kredilerinin yüksek olan riski ile AAA kredi notuna sahip başka bir kredi türü eşleştirilerek menkul kıymetleştirilmiş ve düşürülmüş ayrıca yüksek getiri elde edilerek kâr yükseltilmiştir.

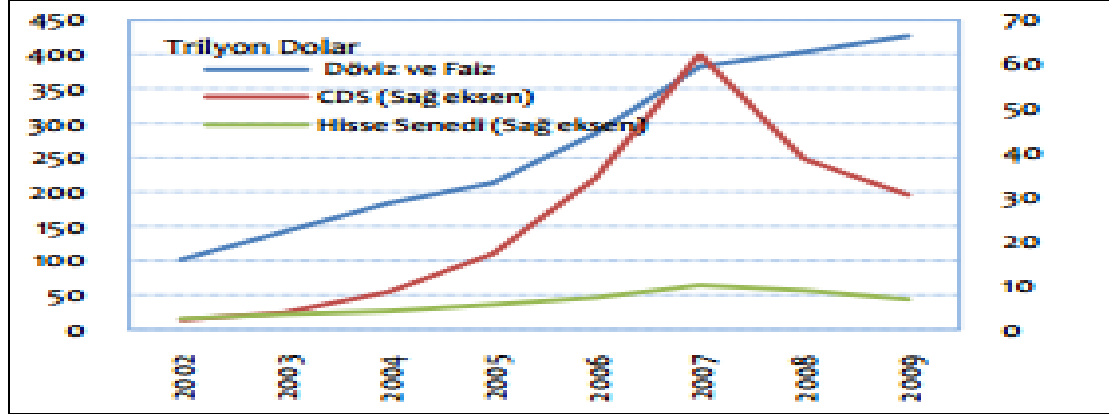
Grafik 18: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri İhraç Bedelinin Yıllara Dağılımı (Trilyon Dolar)



Yaşanan küresel ekonomik krizle birlikte teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin toplam ihraç bedeli de önemli şekilde düşmüştür. Grafik 18’de görüldüğü üzere ipotekli konut piyasasında CDO olarak adlandırılan teminatlandırılmış borç yükümlülükleri piyasasında ihraç bedelinin 2004 yılında 157,4 trilyon dolardan 2005 yılında 272 trilyon dolara ve hatta 2006 yılında 520,6 trilyon dolara kadar çıktığı görülürken 2007 yılında yaşanmaya

başlanan ekonomik krizle birlikte 481,6 trilyon dolara düşmüş ve 2008 yılında daha keskin bir düşüş ile 61 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir¹⁰².

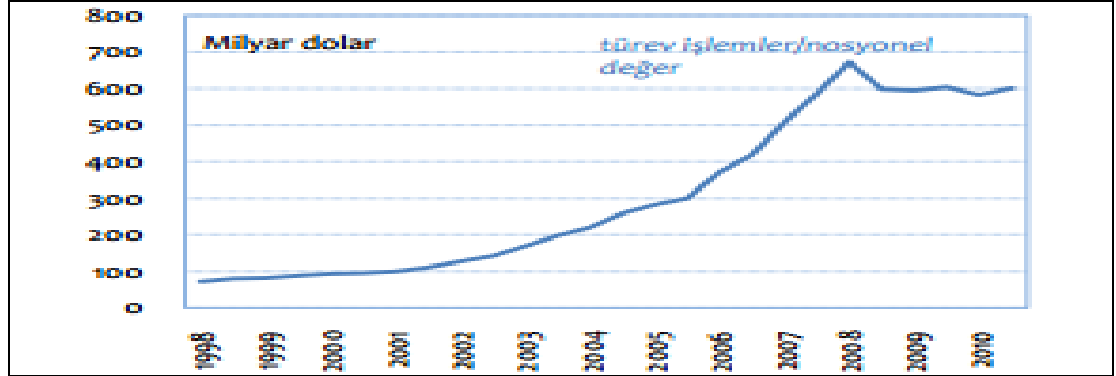
Grafik 19: Türlerine Göre Küresel Türev İşlem Hacmi Değişimi



Kaynak: BDDK, "Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler", **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yayını**, Sayı 5, Aralık, 2010, s.127.

Grafik 19'a en çok kullanılan türev işlem hacimlerinin 2002 ve 2009 yılları arasındaki değişimi yansıtılmıştır. Buna göre döviz ve faiz devamlı yükselme eğilimindeyken küresel ekonomik krizin en önemli nedenlerinden kredi temerrüt takasını temsil eden CDS eğrisinin özellikle 2005 yılından sonra yükselmeye başladığı görülmektedir. Ancak 2007 yılında başlayan ekonomik krizle birlikte CDS'nin maksimum noktadan hızlı bir şekilde düşüşe geçtiği de gözlemlenmektedir. Hisse senetleri ise daha istikrarlı bir rota izlemesine rağmen yine de küresel ekonomik krizinin yarattığı güven ortamından olumsuz etkilenmiştir.

¹⁰² Narin, Özer, **Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi**, s.1096.

Grafik 20: Küresel Türev İşlem Hacmi Değişimi

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler”, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yayını**, Sayı 5, Aralık, 2010, s.127.

Grafik 20’de ise toplam olarak türev işlem hacimlerinin yıllara göre değişimine vurgu yapılmıştır. 1998 yılından 2010 yılına kadar bilgiye ulaşılabilen bu grafiğe göre toplam türev işlem hacmi 2002 yılından itibaren artma eğilimindeyken küresel krizin sonuçlarını gösterdiği 2008 yılında yine keskin bir şekilde azalmaya başladığını görülmektedir.

2.1.2.11. Türev Ürün Piyasalarının Neden Olduğu Birkaç Kriz Örneği

Finansal krizlerde türev piyasaların rolü üzerine birçok araştırma yapılmıştır.

Genel düşünce finansal krizlerin etkisini, özellikle devalüasyon ya da fiyatlarda düşme eğilimi gözlemlendiği zaman türev sözleşmelerden döviz forward ya da döviz swap sözleşmelerinin hızlandırdıkları ya da derinleştirdiği yönündedir. Türev ürünlerin taraflarının farklı ülkelerde bulunma ihtimali nedeniyle krizi yayan bir etkiye sahip olduklarını söylemek yanlış olmayacaktır. Çünkü bu durumda örneğin taraflardan biri Türkiye’de diğeri Almanya’da iken bu iki taraftan birinden kaynaklanan sorunun, diğeri tarafı mağdur ederek ya da başka bir deyişle kaybı olmasına neden olarak sorunun diğeri ülkeye yayılması zor değildir. Başka bir şekilde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye çıkışlarından kaynaklı finansal krizlerde spekülâtorler forward piyasalar ile spekülâtif ataklar başlatabilecek, artan

devalüasyon beklentisi ile forward pozisyonların sayısı artacak böylece türev ürünler başka sebeplerden çıkan finansal krizlerin etkisini artırmış olacaktır. Bunun yanı sıra yine gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalarda yağılacak işlemler için istenen ve başlangıç teminatı olarak adlandırılan paralar genelde yüksek meblağlardan oluşmakta ancak bir devalüasyon ya da hızlı fiyat düşüşlerinin yaşandığı bir ekonomide yatırılması beklenen bu teminatlar finansal kuruluşlar için daha da büyük hale gelecektir. Bu da yine finansal krizin etkisini artıracak etkenler arasında sayılmaktadır¹⁰³.

ABD’de hisse senedi piyasalarında 1987 yılında yaşanan ve NYSE krizi olarak bilinen ekonomik kriz sonrasında durumun düzelmesi amacıyla Brady Raporu yayınlanmıştır. Rapora göre; hisse senedi endekslerinin üzerine yazılan futures sözleşmeler krize neden olmuş ve bu durumun giderilmesi için hem hisse senedi piyasalarında hem de türev piyasalarda istikrar sağlanması gerektiği vurgulanmıştır. Kriz şöyle gerçekleşmiştir; hisse senetlerini ellerinde bulunduran portföy yöneticileri senet fiyatlarının düşmesiyle oluşan zararlarını futures sözleşmelerini satarak kapatmaya çalışmış ancak herkes satmaya çalışınca futures sözleşme fiyatları düşmeye başlamıştır. Bu düşüşten yararlanarak arbitraj yapmak isteyen bazı yatırımcılar ise bu futures sözleşmeleri satın alabilmek için kendi hisse senetlerini satmak istemişlerdir bu ise bir krize dönüşmüştür. Bir gün içinde hisse senedi fiyatları %22.61 değer kaybına uğramış ve Brady Raporu’na göre türev piyasaların kriz dönemlerini daha da kötüye sürükleme etkisi bu krizde canlı kanıt olarak görülmüştür.

1987 yılında yaşanan NYSE krizinden sonra patlak veren Doğu Asya finansal krizi ile NYSE krizinin belirgin farklılıkları olmakla beraber ortak birçok noktaları da bulunmaktadır. Bu farklılıklardan en önemlisi yabancı yatırımcıların Doğu Asya krizinde en önemli rolü üstlenmiş olmasıdır. Yabancı sermayenin ülkeden ani çıkışı ile kriz baş göstermiş, o dönemin

¹⁰³ Peter M. Garber, “ **Derivatives In International Capital Flow**”, National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series No 6623, Haziran, 1998, s.20.

hükümetinin ve İMF'in yanlış politikaları üzerine tuz biber olmuş ve finansal piyasalarda yaşanan panik ile kriz meydana gelmiştir. Bugün hala Doğu Asya'da, hem yerli hem yabancı yatırımcılar kur risklerini en aza indirebilmek adına döviz forward işlemleri ile swapleri yaygın olarak kullanmaktadırlar. Doğu Asya'daki finans kuruluşlarına kredi kullandıran veya bonolara yatırım yapan yabancı yatırımcılar bir yandan da kendilerini ters pozisyona düşmekten korumak için satım opsiyonlarını sık sık kullanarak finansal piyasalarda likidite sorunu yaşanmasına neden olmuşlardır. Doğu Asya ve Rusya'da türev piyasalarda yaşanan olumsuzluklar genelde tarafların yükümlülükleri konusunda sorumsuz davranmalarından kaynaklanmaktadır. Özellikle 1997 ve 1998 yıllarında Rusya'da yaşanan krizde Rus firmaların Dolar-Ruble üzerine yazılmış forward sözleşmelerden kaynaklandığı vurgulanmaktadır¹⁰⁴.

Doğu Asya krizini inceleyen başka bir çalışmada¹⁰⁵ 1990'lı yıllarda türev ürün kullanımının bölgeye olan sermaye akışı gelişimiyle paralel bir seyir izlediği belirtilmiştir. Türev ürünler daha önce de bahsedildiği gibi banka kredileri, hisse senetleri, bonolar gibi doğrudan yatırım araçlarının neden olabileceği riskleri en aza indirerek, sermayenin gelişmiş sermaye piyasalarından gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine akmasını sağlamıştır. Ancak, diğer taraftan da krizin temellerinin atılmasında yıkıcı bir rol oynamışlardır. Krizden önce sermaye akışı farklı yatırım araçları ile Doğu Asya'daki özel sektöre doğru olması nedeniyle farklı bir risk dağılım durumu mevcuttu. Yatırımların hisse senedi ve hazine bonolarına yapılmasıyla piyasa ve kredi riskleri oluşmuş ve bu riskler faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların yarattığı riskleri üstlenmeye daha elverişli olan yabancı sermayeye transfer edilmiştir. Aynı şekilde, doğrudan yatırımlar da piyasa ve kredi risklerinin yabancı yatırımcılara aktarılmasına neden olmuştur. Bu şekilde ABD'nin faiz oranı ve dolar

¹⁰⁴ Eric Ghysels, Seon Junghoon, "The Asian Financial Crisis: The Role Of Derivatives Securities Trading and Foreign Investors", Scientific Series, Montreal, 2000, s.3.

¹⁰⁵ Randall Dodd, "The Role Of Derivatives In The East Asian Financial Crisis", Derivatives Study Center, Washington D.C., 2000, s.1.

değerinin değişikliklerinin risklerinden gelişmekte olan bu ülke ekonomisi etkilenmeyecektir. İşte türev ürünler bu mantığa paralel olarak finansal piyasalarda yapılacak olan yatırımların riskini yönetebilmek adına yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. Türev ürünlerin bu anlamdaki ortaya çıkış amacı gelişmiş ülkelere nedeniyile gelişmekte olan ülkelere akan sermaye hareketlerinin riskini, almak istemeyen için ya en aza indirmek ya da tamamen ortadan kaldırmak iken riski kazanca çevirmek isteyene bu riski yüklemektir. Ancak zamanla artan türev ürün kullanımı, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin piyasalarının istikrarın bozulmasına sebep olan yeni bir takım risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yabancı yatırımcıyı, yabancı para cinsinden verilen kredi nedeniyle kredi riskiyle, yerli firmalardan ülke parasıyla kredi kullananları ise döviz kuru riskiyle tanıştıran türev ürünler yüzünden sabit faiz ile kredi kullandıran yabancı bir kuruluş faiz oranı riski ile karşılaşmış bunun yanı sıra ise yerli kuruluş değişken faizli kredi kullandığında faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmıştır. Ayrıca bunlara ek olarak uzun vadeli kredi kullandıran yabancı kuruluş kredi riskini daha çok hale getirirken diğer yandan yurtdışından kısa vadeli olarak kredi alan yerli kuruluş likidite riski ile uğraşmıştır¹⁰⁶.

Asya krizinde türev piyasaların rolünün ne olduğunu inceleyebilmek adına ona bir örnek olarak Kore piyasaları da incelenmiştir. Bu incelemede yaşanan kriz döneminde türev araçların nasıl bir rolü olduğu incelenmiş ve yerli ya da yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri türev işlemlerin kriz sırasında istikrarı bozucu bir etkiye sahip olup olmadığına ulaşılmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak ise Kore futures piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin gerçekten de krizin şiddetinin artmasına neden olduğu, futures ve spot fiyatlar arasındaki farkın azaldığını ve hatta yaşanan Kore krizi sırasında negatif hale geldiği görülmüştür. Futures işlemlerinin Kore krizi üzerindeki etkileri incelenirken, Kore hisse senetlerinde görülen fiyat dalgalanmalarıyla 1987'deki NYSE krizi sırasındaki hisse senetlerinin spot ve futures

¹⁰⁶Dodd, a.g.e., s.2.

piyasalarda göstermiş olduğu hareketler de karşılaştırılmıştır. Sonuçta Kore futures piyasasında işlem hacmi kriz sırasında artarken, piyasadaki satış baskısı spot piyasaları da etkilemiş ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olmuştur ve bu döngünün sadece kriz döneminde yaşanmış olması krizde futures sözleşmelerinin dolayısıyla türev piyasaların etkisi olduğunu ve ayrıca yabancı yatırımcıların futures piyasasında işlem yaptıktan sonra krizlerin yaşanması da istikrar bozucu yatırımcının yabancı yatırımcı olduğunu göstermektedir.

Bu krizden çıkarılması gereken sonuçlardan en önemlisi finansal düzenlemelerin, türev ürün işlemleri raporlama gereksinimlerini de içermesi ve sermaye yeterliliği bilgileri ile türev ürünlerin piyasa risklerini de yansıtması gerektiğidir. Bununla ilgili yasal düzenlemeler uygulanırken bir yandan da türev ürünlerin sermaye hareketlerini daha kolay hale getirecek şekilde kullanılması sağlanmalıdır.

Türev ürünler muhasebe kurallarını farklı şekilde kullanarak vergiden kaçınmak isteyen yatırımcıların bu girişimlerini de kolaylaştırıcı bir etkiye sahip olarak piyasa dengesini bozabildiği gibi, riski yönetmek için oldukça etkin araçlardır. Ancak, doğru veya denetimsiz kullanıldığında yeni ve belki de daha büyük risklere yol açarak özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finans piyasalarındaki istikrarlarını bozabilmektedirler. Dolayısıyla türev ürünlerin öncelikle ekonomileri finansal krizlere daha hassas hale getirdiğini ve kriz sürecine girildiğinde ülke ekonomisinin düşüşe geçmesini hızlandırdığını ve krizin etkilerini daha da derin hale getirdiğini söylemek yanlış olmayacaktır¹⁰⁷.

¹⁰⁷ Eric Ghysels, Seon Junghoon, **The Asian Financial Crisis: The Role Of Derivatives Securities Trading and Foreign Investors**, s.3.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KÜRESEL KRİZİN TÜREV PİYASALAR İLE İLİŞKİSİ VE TÜRKİYE'DE TÜREV PİYASALAR

Kredi türevleri, 1990 yıllarının başında, finans piyasalarında maruz kalınan en önemli ve eski risklerden olan daha önce de bahsedilen kredi riskinin yönetiminin sağlanabilmesi için türev piyasalarında yaşanan gelişmelerin bir sonucu olarak yeni bir araç olarak ortaya çıkmıştır. Taraflardan korunmayı alanın diğer tarafa yani korunmayı satana düzenli olarak ödeme yaptığı, bu bedel karşılığında korunmayı satanın, korunmayı alanın kredi riskinden kaynaklanan zararlarını karşıladığı ticari anlaşma olan kredi türevleri ile bankalar sahibi olunan varlıkların mülkiyet değişmeden kredi riskini karşı tarafa aktarabilmektedirler.

İlk olarak 1992 yılında Uluslararası Swap ve Türev Kurumu olarak bilinen International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tarafından kullanılan "kredi türev" terimi zamanla finansal sisteme entegre edilmiştir. ISDA 1999 yılına gelindiğinde kredi türevlerini tanımlamış, 2003 yılında ise küresel standart dökümantasyon yaratmayı hedefleyen "2003 ISDA Kredi Türevleri tanımları"nı yayımlamıştır.

Bu süre zarfında ise kredi türevlerindeki gelişmelerden bahsedilirse; 1993 yılında bir risk modelleme şirketi tarafından ilk kredi portföy modelini geliştirilmiş, 1994 yılında ise gelişmekte olan kredi türev piyasasına endişeyle bakmaya başlayan bir grup da ortaya çıkmaya başlamıştır. Ancak bu endişelere rağmen kredi türev piyasasının işlem hacmi o yılın sonuna kadar 4 milyar doları geçmiştir. Kredi türevlerinden teminatlandırılmış borç yükümlülüğü olarak bilinen CDO'lar 1996 yılının eylül ayında İngiliz National Westminster Bank tarafından ilk kez piyasaya çıkarılmıştır. Bunu 1997 yılında

JP Morgan'ın "Credit Metrics" adını verdiği kredi portföy modelinin kullanılmaya başlanması ve sürekli geliştirilen modelleri takip etmiştir¹⁰⁸.

Türkiye'de türev piyasaların yapısını daha iyi inceleyebilmek adına, Türkiye'nin de içlerinde olduğu gelişmekte olan ülkelerin türev piyasa yapılarından bahsedilerek, küresel kriz ile türev piyasaların ilişkisi Çin ve Hindistan örnekleri üzerinden anlatılacaktır.

3.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALARIN YAPISI

Tüm dünyada son 25-30 yılda finans piyasalarında yaşanan büyük gelişme; piyasaların belirsizleşmesinin sürekli artması ve fiyatların oynaklık göstermesiyle meydana çıkan türev piyasalardır. Türev piyasalar, belli bir ekonomik gelişmeyi yakalamış tüm ülkelerin finansal derinlik kazanma sürecinin kaçınılmaz bir parçası olarak 1970'li yılların başında ortaya çıkmış ve özellikle 1980'li yılların başından itibaren büyük bir ivme kazanmıştır¹⁰⁹.

Dünya ülkelerinin 1972 yılında yaşadığı ekonomik bunalım ülkelerin Bretton Woods sisteminden vazgeçip dalgalı kur sistemini benimsemelerine sebep olmuştur. 1973 yılına gelindiğinde sebep olarak OPEC'in gösterildiği petrol krizi baş göstermiş ve bu krizle meydana çıkan enflasyonu kontrol altına alabilmek için para politikalarında değişikliğe gidilmiş ancak bu da faiz oranlarında dalgalanmaya yol açmıştır. Daha sonrasında faiz oranları ve ülkeler arası sermaye hareketlerinde serbesti sağlanmış bu sefer de finansal piyasalarda dalgalanmalar başlamıştır. Bunların sonucu olarak döviz kuru ve faiz oranlarında oluşan dalgalanmalardan korunma amacı vadeli işlem

¹⁰⁸Kaan Aksel, "Kredi Risk Yönetimi", **Active Dergisi**, Mayıs-Haziran, 2001, s.5-7.

¹⁰⁹ Cahit Adaloğlu, "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymet Borsası Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi", **İMKB Dergisi**, Sayı 11.

sözleşmelerine olan talebin artmasına neden olmuş ve bu talep artma eğilimi ile günümüze kadar gelmiştir ¹¹⁰.

Küreselleşme süreci ile birlikte finansal piyasalar bütününün birer parçaları olmaları ve ekonomideki işlevleri nedeniyle gelişmekte olan piyasalara neredeyse her yıl bir tane daha piyasa girmektedir. Türkiye’de 15 Ağustos 2001’de açılan İMKB Vadeli İşlem Piyasası’nda işlem gören türev ürünler, hala yeni denebilecek bir piyasa olduğundan piyasa yatırımcıları tarafından iyi tanınmamakta bu ise işlem hacminin genişlememesine neden olmaktadır. İşlem hacminin yeterli olmaması ise futures işlem piyasasının etkili olduğu spot piyasalar, oynaklık ve likidite üzerine kesin sonuçlar elde edememe ihtimalini oluşturmaktadır. Ancak elbette türev piyasa işlem hacminin nispeten geniş olduğu piyasalarda türev işlem etkisinin hangi piyasada olacağı, ne yönde etkileyebileceği ve ne kadar etkileyebileceği konusunda daha önceden bu konuda yapılmış olan çalışmalar aracılığıyla biraz daha netlik kazanacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin piyasa yapısı gelişmiş ülkelerin piyasa yapısından farklı olduğundan türev piyasalarının da yapıları farklılık arz etmektedir. Gelişmişlik düzeylerinin farklı olduğu piyasalarda bu düzeyi belirlemek için çeşitli kriterler vardır ve bunları belirleyen finansal kurumlar ve uzmanların çalışmalarının sonuçlarıdır. Bu kriterleri piyasalardaki yabancı yatırımcılar, özel sektörün rolü, büyüklüğü, alternatif finansal kaynaklar, takas, yapısal düzenlemeler ve ödeme düzenlemeleri, yerli ve yabancı yatırımı yönlendiren yasal ve düzenleyici mevzuat şeklinde sayabiliriz. Elbette zamanla değişen ekonomik konjoktüre uyum sağlama amacıyla bu kriterlere türev piyasaların varlığı ve gelişmişlik düzeyi, işlem hacmi, piyasa kapitalizasyonu, yerel ve kurumsal yatırımcılar, menkul kıymetlerin çeşitleri, akışkanlık, yoğunlaşmalar, sermaye piyasasına gelen yurt içi tasarrufun gayri safi milli hasılaya oranı, dışa açıklık, yeni ihraç miktarları, borsanın kuruluş

¹¹⁰ Ersan Ersoy, “Türkiye’de ve Dünya’da Organize Türev Piyasaların Gelişimi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz, 2011, s.64.

tarihi, borsaya dahil olan şirketlerin sayısı, şirketlerin ortalama büyüklükleri ve teknolojik altyapı da eklenmiştir¹¹¹.

Bahsedildiği gibi gelişmiş piyasaları geliştirmekte olan piyasalardan farklarından türev piyasalarının varlığı da önemli bir yapısal farklılıktır. Ekonominin gelişimiyle eş zamanlı olarak enflasyonun makul seviyelerde seyretmesi ve bu anlamda ekonomide bir denge kurulması türev piyasalara bakılması gereken açılardandır.

Sermaye piyasasının etkin çalışan bir piyasa haline getirilmesi, bilgi akışının net ve hızlı şekilde iletilebilmesi, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, kaynakların etkin bir şekilde dağılımının başarılması türev piyasaların düzgün ve kontrollü kullanımıyla ilgilidir. Bu nedenle, geliştirmekte olan piyasalara türev piyasaların olası etkilerinin irdelenmesi gerekmektedir.

3.2. TÜREV PİYASALARIN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ

Menkul kıymet piyasaların gelişmesine katkı sağlayan en önemli iki etken türev piyasalar ve borsalardır. Menkul kıymet piyasasına sahip neredeyse 80 kadar geliştirmekte olan ülkenin kapitalizasyonu, 1990 yılına kadar yaşadığı gelişmenin on katı kadar gelişmeyi 1990 yılından 1996 yılına kadar geçen altı ay içerisinde yaşamıştır. Ayrıca yine bu ülkelerde borsada bulunan yerel şirketler de sayı olarak bir kat artmış; iki katına çıkmıştır. Etkileme oranlarından da anlaşıldığı üzere türev piyasalar, menkul kıymet piyasaların gelişmesine en çok katkı sağlayan piyasadır. Bu piyasalar aynı zamanda kaynak dağılımının etkin olarak sağlanmasında önemli rol oynamışlar, hem kullanıldıkları ülkede hem de sözleşme taraflarının bulunduğu diğer ülkelerde riskin transfer edilmesini sağlamışlardır. Ancak elbette türev piyasaların bu denli büyümesi ve kontrolünün zorlaşması bu

¹¹¹Adaloğlu, **Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymet Borsası Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi.**

piyasalara bakış açılarını kaygılı hale soksa da borsa piyasalarında iş hacmi artmaktadır. Türev piyasalar direk olarak birkaç etkiye sahiptir¹¹².

- Sistemik riske etkisi
- Hizmet çeşitliliği ve yatırım seçeneklerinin artmasına etkisi
- Likiditeye ve fiyat oluşumuna etkisi
- Spot Piyasalara Etkisi bunlardan en önemlileridir.

3.2.1. Türev Piyasaların Sistemik Riske Etkisi

Ekim 1995 ve Ekim 1996 arasında geçen sürede gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin sistemik riskleri araştırılmış ve gelişmekte olan ülkelerin özellikle ekonomik ve politik olarak istikrarlı olamamaları nedeniyle sistemik riske gelişmiş ülkelere göre iki kat daha fazla maruz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Her ne kadar sistemik risk, çeşitlendirme yoluyla önüne geçilemeyen risk olarak bilinse de türev piyasalar özellikle 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde daha çok kullanılmaya başlanmıştır. Başka bir çalışmada da türev ürünlerin bu özelliğine dikkat çekilmiş ve çeşitlendirme yoluyla mümkün olmayan piyasa riskini azaltma etkisini türev ürünler gerçekleştirebilmiş; firmaların piyasa riskleri azalmıştır.

Türev piyasaların doğru kullanımı ile sistemik riski azalan sermaye piyasalarına tasarrufların daha hızlı yönlendirilecek ve yabancı yatırımcıların yerel piyasalara girme konusunda daha cesaretli davranacaklardır. Bu şekilde gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet piyasalarında işlem hacmi artacak, piyasa yapıları derinleşecek küresel ekonomiye entegrasyonları daha mümkün olacaktır¹¹³.

¹¹² Aygıçay, **Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkisi**, s.11.

¹¹³ Vedat Akgiray, "Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları", **İMKB Dergisi**, Ocak-Şubat-Mart, Sayı 5, 1998, s.3.

3.2.2. Türev Piyasaların Hizmet Çeşitliliği ve Yatırım Seçeneklerine Etkisi

Yatırımcılara yeni hizmet sunmakla yükümlü olan bankaların ve aracı kurumların bu gereksinimlerini türev piyasalardan karşılayabilmişlerdir. Yeni bir kâr kaynağı olarak görülen türev piyasalar, ayrıca yeni kurumsal katılımcıların piyasaya katılmaları konusunda da yardımcı olmaktadır. Türev piyasalar özellikle ABD’de çok gelişmiştir. Bu sebepten ABD’de bulunan bankalar ve aracı kurumlardan başka da türev piyasaları kullanan Tasarruf ve Kredi Birlikleri, sigorta şirketleri gibi başka kurumlar da mevcuttur. Türev piyasaları kullanan kurumların çeşitliliği arttıkça kullanma amaçları da farklılık kazanmaktadır. Bu ise türev piyasaların kurumlara sağladığı hizmet seçeneğinin ne kadar çok olduğunu vurgulamaktadır. Bu anlamda türev piyasaların temel kullanıcıları olan bankalara hizmetini beş farklı madde olarak sıralanabilir. Bunlar; likiditeyi artırmak, kredilerde rekabet avantajı elde edilmesini sağlamak, aktif-pasif yönetiminin sağlamak, daha esnek ürün kombinasyonları oluşturmak, sürekli yatırım performansları oluşturmak ve kazançları önceden tahmin edilen yatırımlar üzerinde kilitlemek gibi temel faydalardır¹¹⁴.

3.2.3. Türev Piyasaların Likiditeye ve Fiyat Oluşumuna Etkisi

Türev piyasaların en önemli temel işlevlerinden biri de likidite ve fiyatların oluşma mekanizmaları sayesinde ekonomik birimler arasında riskin transfer edilmesi sağlamaktır. Eğer riskin transferi etkin bir biçimde gerçekleştirilebiliyorsa türev ürün sözleşmeleri de bu ölçüde rağbet görecek ve bu sözleşmeleri alıp satacak çok sayıda ekonomik araç olacaktır. Dolaylı olarak bu durum çok sayıda işlem yapılan türev piyasa işlem hacmini artırmakta ve zamanla hızın da artmasını sağlamaktadır.

¹¹⁴ Ayriçay, **Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkisi**, s.12.

Bir piyasada varlığın fiyatının oluşturulmasını tanımlayan fiyat oluşum mekanizması borsaların alım satım yapan işlemcilerinin devamlı olarak gerçekleştirdikleri işlemlerin fiyatlarıyla alakalı bilgi biriktiren ve piyasada kullanıma sunan bir mekanizmadır. Böylece kullanıcılar borsa dışından dahi olsalar biriktirilen bu bilgilere ulaşabilmekte ve ne zaman isterlerse varlık fiyatını belirleyebilmektedirler.

Ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli rol oynadığından daha önce de bahsedilen türev piyasalar, özellikle organize borsa piyasasından oluşuyorsa fiyat oluşumunun daha etkin şekilde gerçekleştiği, likiditenin arttığı ve bilginin fiyata etkiye süresinin daha kısa olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır¹¹⁵.

3.2.4. Türev Piyasaların Spot Piyasalara Etkisi

Aralarındaki ilişkide temel olarak iki farklı yaklaşımın bulunduğu türev ve spot piyasalarda ilk temel görüş; türev piyasaların spot piyasaları olumlu yönde etkilemekte olduğu görüşüne dayanmaktadır. Buna göre endeks üzerine türev işlemleriyle birlikte spot piyasadaki oynaklığın daha az olduğu, bilginin etkinliğinin daha yüksek olduğu, alım ve satım marjlarının daha dar olduğu gözlemlenmektedir. Böylece spot piyasalar daha etkin hâle gelmesi ve derinleşmesi söz konusu olmaktadır. İkinci temel görüş ise diğer görüşün aksine türev piyasaların spot piyasaları olumsuz yönde etkilediğine dairdir. Temel iki görüşün yanında türev piyasaların oynaklığı olumsuz etkilerken ayrıca bilginin etkinliğini de olumlu şekilde etkilediğini vurgulayan yaklaşımlar da mevcuttur.

Ülkelerin fiyat istikrarı, likidite sınırlama politikaları, işlem maliyetleri, işlem sistemi, spekülörlerin riske karşı tavırları ve makroekonomik göstergeler gibi birçok etken, türev piyasaların spot piyasalar ile birbirlerini ne

¹¹⁵Akgiray, *Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları*, s.4.

yönde etkileyeceğini gösterir. Bu etkenlerin her ülkeye göre ve ülkelerde de farklı zamanlarda farklılıklar göstermesi nedeniyle bu iki piyasa etkileşimi oldukça karmaşık ve her ülkeye göre farklı sonuçlar elde edilebilecek bir konudur.

Genel olarak yapılan çalışmalar sonucu türev piyasalar spot piyasalar üzerinde beklenmedik ve köklü riskler yaratmamakta, zaten var olan risklerin yapısını değiştirmekte ve bazen de yoğunluğu üzerinde etkili olmaktadır. Eğer ülkenin ekonomik olarak sağlam alt yapıya sahip borsası varsa açılan türev ürün piyasası riskin yönetilmesi açısından faydalı olacaktır. Ayrıca kaynakların etkin olarak dağılması konusunda da olumlu etkiler gösterecek olan türev ürün piyasalarının bu anlamda faydalı olup olmaması spot piyasaların iyi işleyen ve sağlıklı bir yapıda olmasıyla direkt olarak ilintilidir. Buradan yola çıkarak sorunlu bir yapıya sahip spot piyasaya etki edecek olan türev piyasanın sorunları daha da yayma ve derinleştirme ihtimali de düşünülmelidir. Elbette piyasayı bütün olarak düşünmek gerektiğinden türev piyasaların içinde bulunacağı spot piyasaların ve genel finansal piyasaların yapısı kurulacak olan türev piyasaların ülke ekonomisi için faydalı olup olmayacağı konusunda önemli rol oynayacaktır. Buradan çıkarılması gereken sonuç ise spot piyasa ve türev piyasa etkileşimlerinde meydana gelen aksaklıkların doğrudan olarak türev piyasa kaynaklı olduğunu söylemek yerine piyasanın genel yapısının sorunlu olup olmadığına bakmak daha doğru sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır¹¹⁶.

1987 borsa krizi ile birlikte özellikle bürokrat kökenli kesimlerce yaşanmış olan borsa krizinin faturası türev piyasalara kesilmiş ve o zamandan itibaren özellikle bürokrat kökenli kesim türev piyasaların olumsuz etkilerinin daha çok olduğunun düşünülmesi eğilimi doğmuştur. O dönemde yapılan bir takım ampirik çalışma ise bunun tam tersini göstermektedir. Çalışmaların sonucuna göre türev ürünlerin hisse senedi ve bono

¹¹⁶ Çetin A. Dönmez, Mustafa K. Yılmaz, "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?", **İMKB Dergisi**, Cilt 3, Sayı 11, 1999, s.50.

piyasalarındaki fiyat istikrarını artırdığı ve ayrıca başka çeşitli çalışmaların sonuçlarına göre de türev ürünler piyasaların mikro yapısını iyileştirdiği tespit edilmiştir. Ayrıca alım ve satımdan kaynaklanan farklarının hisse senedi opsiyon uygulamasıyla düşmesi ve opsiyonların uygulanmadığı hisse senetlerine göre azalma kaydedildiğinin ileri sürüldüğü çalışmalar da mevcuttur. Bu düşmeyi spot piyasalarda opsiyon uygulaması ile likiditenin artışına ve oynaklığın düşmesi ile ilişkilendirmek mümkündür.

Başka bir çalışmada¹¹⁷ ise Nisan 1982 başlangıç tarihi olarak belirlenerek Nisan ayı öncesindeki hafta, ay ve gün içindeki ortalamaların ve oluşan sapmaların incelendiği Chicago Mercantile Exchange'in Standard and Poor's Index of 500'e dayalı hisseler üzerinden futures sözleşmeleri ile hisse senedi fiyat oynaklığının ve hisse senedi endeks futures sözleşmelerinin işlem görmeye başlamasıyla arttığını gösterir sonuçlar vermemiştir. Hatta bu çalışma aylık, haftalık ve gün içi sıklıklarında oynaklığın Nisan 1982 sonrasında düştüğünü sadece gün içi oynaklığında çok az denebilecek bir artışın gözlemlendiğini ortaya koymuştur. Bu artış o kadar az olmuştur ki Gerety ve Mulherin çalışmalarında ABD'de futures piyasaların işleme başlamasının sonra spot piyasa oynaklığının gün içinde yaşanan dalgalanmalarda dahi daha önce de değinilen 1987 krizi dışında düzenli bir artışın olmadığından bahsetmektedirler.

Yapılan başka bir çalışmada¹¹⁸, araştırmaya konu olan ülkelerde türev piyasaların açılmadan önce ve açıldıktan sonra ortaya çıkan oynaklığa yani spot piyasa oynaklığına etkisi standart sapmalar da katılarak hesaplanmış ve bu çalışmaya göre oynaklık endeks üzerine türev sözleşmelerinin işlem gördüğü ülkelerde artış görülen ülke sayısı düşüş görülen ülke sayısının üçte biri kadardır.

¹¹⁷Gerety M.S., Mulherin J.H., "Patterns in Intraday Stock Market Volatility", **Past and Present. Financial Analysts Journal**, September-October, 1991, s.72.

¹¹⁸Dönmez, Yılmaz, **Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?**, s.51.

Spot ve türev piyasaların, Ekim 1987 krizinde piyasa çöküşünde görüldüğü gibi iki piyasa arasındaki ilişkinin geçici olarak kaybolduğu ekstrem durumlar haricinde, birlikte hareket ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Arbitraj olasılığının az olduğu bu piyasalarda, bu olasılık gerçekleştiği anda yatırımcılarca fark edilerek durum değiştirilmekte, ortadan kaldırılmaktadır. Hatta piyasaların ilişkisinin kaybolduğu durumlarda bile türev ürün sözleşmelerinin negatif yönlü etkisi net olarak bilinmemiştir.

Çeşitli örneklerle yapılan bu açıklamalara göre türev piyasa işlemlerinin açık olduğu ülkelerde fiyat istikrarını sağladığı görülmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki spot piyasadaki oynaklığın özellikle hesap kapatma günlerinde artış göstermesi ise bu günlerde türev sözleşmelerin teslim edilmesinden kaynaklanan alım-satım hareketlerinden kaynaklanmaktadır. Bu hesap kapatma günlerinde tarafların en uygun fiyatla işlem yapma istekleri oynaklığı artırabilmektedir.

3.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KRİZ-TÜREV PİYASA İLİŞKİSİ

ABD’de 2008 yılında patlak veren krizin çıkma nedeni olan türev piyasaların, gelişmekte olan ülkelere BRIC olarak adlandırılan ve ekonomik yapı itibarıyla “hızlı gelişen ülkeler” olarak açıklanan Çin ve Hindistan’da nasıl bir yapıya sahip olduğu ve küresel kriz ile ilişkisi ülke örnekleri üzerinden açıklanmaya çalışılacaktır.

3.3.1. Küresel Krizin Çin Ekonomisine Etkileri ve Türev Piyasa İlişkisi

Küresel GSYİH’nın dörtte birini oluşturan BRIC ülkelerinden Çin, 1980’li yıllarda tamamen devlet denetiminde olan ve komünist sistemin dışı kapalı ekonomik yapısına sahipken, 1990’lı yıllara gelindiğinde ekonomiyi dışı açmak için reformlara başlayarak, 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü’ne üye olmuş ve 2006 yılı itibarıyla en hızlı gelişmekte olan

lkeler arasında yerini almıřtır¹¹⁹. Bugün ise en hızlı büyümekte olan ülkelerin lideri konumundadır.

Geçtiğimiz 30 yıl boyunca dışa kapalı olan bu ekonomik yapıyı değiştirerek ihracata yönelik üretime geçen Çin ekonomisi ayrıca özel teşebbüs desteğiyle ortalama %10 büyümüştür. Her ne kadar devlet şirketleri Çin ekonomisi içerisinde büyük bir oranda bulunsa da özel sermaye itici güç olarak kullanılmakta ve her ne kadar dışa açılma söz konusu olsa da devlet ekonomi yönetiminden ve dış ticaretten hala elini çekmemiştir. Özellikle döviz kuru, ekonomideki kredi hacmi ve bazı önemli sektörlerdeki fiyat hareketleri devletin kontrolündedir.

İmalat sanayiinde dünyada ilk sırada olan Çin, bugün dünya ekonomisi açısından ikinci sırada yer almaktadır. Hammadde ve enerji kaynakları başta olmak üzere Çin'in ürettiği lüks tüketim mallarına olan talebin fazla olması Çin ekonomisinin gelişimi için oldukça önem arz etmektedir¹²⁰.

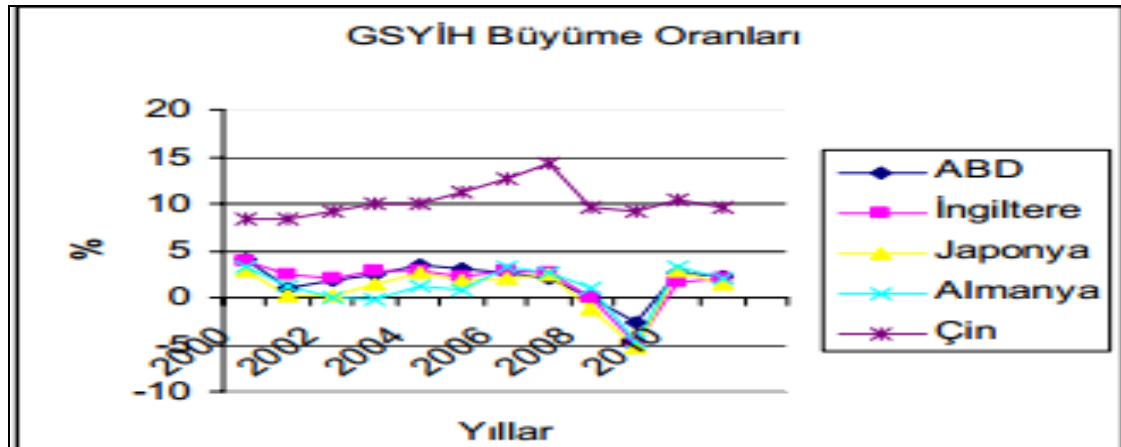
Daha önce detayları anlatılmış olan 2008 küresel kriziyle birlikte, tüm dünya ekonomileri az ya da çok sarsılmıştır. Ancak Çin bu krizden en az etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Krizin Çin ekonomisi üzerinde olan etkisi endüstrileşmiş ülkelerden ve ABD'den oldukça azdır. Bu ülkelerin ve Türkiye'nin o dönem içerisinde büyüme oranları negatifte seyretmekteyken Çin, artış hızı düşse de büyümeye devam etmiřtir¹²¹.

Grafik 21'de ABD, İngiltere, Japonya, Almanya ve Çin'e ait GSYİH Büyüme Oranları verilmiştir. Buradan da büyüme oranlarının kriz döneminde negatifte olduğu ancak Çin'in büyüme oranı düşse de pozitifte kalabildiği görülebilmektedir.

¹¹⁹ Sevinç Akbulak, "BRICs (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin)lkeleri ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler", **SPK Araştırma Raporu**, 11 Ocak 2008, s.11.

¹²⁰ Dış İşleri Bakanlığı Web Sitesi.

¹²¹ Serdar ztrk, "Küresel Ekonomik Krizin Çin Ekonomisine Etkileri: Çin'in Büyüme Stratejisinin Sürdürülebilirliği", **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 14, 2011, s. 128.

Grafik 21: 2000- 2010 Yılları Bazı Ülkeler İçin GSYİH Büyüme Oranları

Kaynak: IMF, 2011.

2007 yılında 1.4 trilyon dolara ulaşan döviz rezervleri ile Çin'in 2008 yılında da küresel piyasalar açısından önemli bir fon kaynağı olmuştur¹²². Çin ekonomisinin küresel kriz süreci boyunca diğer Avrupa ülkeleri ve ABD kadar etkilenmemesinin en önemli nedeni değişik ürün gruplarında ve yüksek ihracat yapabilme kapasitesi ile ihracat yaptığı tek ülkenin ABD olmamasıdır¹²³. Çin işgücünün yüksek faizler ve ücretlerin ucuz olması ile birlikte ihracata yönelik yaptığı üretimle birlikte büyüme gücü düşse de büyüme eğilimi çizgisinden hiç çıkmamıştır.

Türev piyasalar açısından bakıldığında ise 1990'lı yıllarda düzenleyici bir otorite olmaksızın ve sürekli artan bir hızla kurulan türev işlem borsalarının sayısının elliye bulması ile sektör dengeleri çok bozulmuş ve 1994 yılında Çin Hükümeti duruma el koyarak bu borsaların yarısını kapatmış, kalan yarısını da birleştirmiştir. Son durumda Şanghay ve Şenzen'de bulunan hisse senedi borsası ve yine Şanghay, Dalian ve Jengju'da bulunan vadeli işlem borsaları mevcutken bu beş borsayı, kurduğu CFFEX borsasına eşit şekilde ortak ederek kontrolü sağlamıştır. Daha önce yaşanan sıkıntılardan ders çıkaran Çin hükümeti bu piyasada yaşanacak

¹²²Akbulak, BRICs (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) Ülkeleri ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler, s. 11.

¹²³ Ümit İzmen, "Küresel İşbirliği", Milliyet Gazetesi, 18 Aralık 2009.

olan kaos ortamının ve düzenleyici kurum eksikliğini ne gibi sıkıntılara yol açtığını öğrenmiş; hem piyasaya katılanların hem düzenleyici otoritelerin hem de çalışanların “know-how” kazanmasını gözlemiştir. Çin Hükümeti türev piyasalar konusunda temkinli davranarak kontrollü gitmeye çalışmış bu yüzden de yabancı yatırımcıların borsaya üye olmalarını zorlaştırmıştır. Yabancı yatırımcılar ancak yerli yatırımcıyla en fazla %49 ortak ise borsaya katılabilmişlerdir. Ayrıca Çin’de ikameti bulunmayanların da vadeli işlem yapmalarına izin verilmemiştir¹²⁴. Bu durumda borsa yatırımcılarının çok büyük bir kısmı, 2007 yılında, yerli şirketler ve bunların da çok büyük bir kısmı KİT’lerden oluşmuştur. Bu ise türev piyasaların derinlik kazanmasını engelleyen bir unsur olmuştur¹²⁵.

Bir olumsuzluk olarak görülen bu durum aslında Çin ekonomisinin küresel krizden çok fazla etkilenmemesinin bir diğer nedeni olarak yorumlanabilir. Yabancı yatırımcıya açık bir vadeli işlem piyasası, küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak, özellikle ABD’de yaşanmış olan krizi vadeli sözleşmeler aracılığı ile Çin’e kolayca taşıyabilecek ve krizin etkinliğini bu ülkede artırabilecekti.

3.3.2. Küresel Krizin Hindistan Üzerine Etkileri ve Türev Piyasa İlişkisi

1980’li yıllarla birlikte ekonomi politikasında değişikliğe giden Hindistan, devlet güdümlü olan politikasını küreselleşmeye uygun hale getirebilmek amacıyla serbest ticaret politikası olarak değiştirme sürecine girmiştir. 1990’lara gelindiğinde hız kazanan bu süreci ekonomide liberalleşme, sanayi, vergi, dış ticaret ve yabancı sermaye politikaları ile mali piyasalara ilişkin düzenlemeler izlemiştir.

¹²⁴Ali Perşembe, “Çin İşi”, *Dünya Gazetesi*, 13 Ocak 2007.

¹²⁵Akbulak, *BRICs (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) Ülkeleri ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler*, s.11.

Hindistan son yıllarda yakaladığı ekonomik büyüme ve kalkınma ivmesiyle en hızlı büyüyen ikinci ülke olarak yatırımcıların da dikkatini cezbetmeyi başarmış bir ülkedir. Her yıl ortalama olarak %7 büyüyen ve son yıllarda bu oranı %10 civarına çeken Hindistan ekonomisinin bu dönemiyle birlikte yoksulluk da önemli oranda azalmıştır. Ekonomisinin büyüme ve kalkınma potansiyeline rağmen, işgücü sağlaması açısından olumlu olsa da kişi başına düşen geliri azaltması nedeniyle Hindistan nüfusunun çok oluşu ülke için zorluk oluşturmaktadır. Belirtmekte fayda var ki; bu işgücü içinde İngilizceyi iyi derecede bilen, eğitim düzeyi yüksek önemli bir nüfusa da sahip olması, birçok ülkeye kıyasla Hindistan'a rekabet avantajı sağlamaktadır.

Hindistan küresel krizden en az etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. O dönemde Hindistan Rezerv Bankası'nın elinde bulunan 300 milyar dolar ve ülkenin doğru para politikası uygulaması ile Rupinin değer kaybetmemesi az etkilenmenin önemli sebeplerinden olmak üzere¹²⁶, ihracatının ham petrol ve petrol ürünleri, ilaç, eczacılık ürünleri, kıymetli taş ve mücevherler gibi hem farklı hem de teknoloji yoğun ürünler üzerinden olması¹²⁷ da bir diğer önemli sebep olarak görülmektedir.

Hindistan piyasası türev piyasalar ile ilk kez 1875 yılında Bombay borsası adıyla tanışmıştır. Öncelikle pamuk üzerine yazılan kâğıtlar şeklinde başlayan vadeli işlemler, yağlı tohumlar ve altının da eklenmesi ile gelişmeye devam etmiştir. Ancak 70 yıl sonra değişen hükümet politikası ve İkinci Dünya Savaşı ile pamuk opsiyonları, yağlı tohumlar, şeker üzerine yapılan forward işlemlerin yasaklanması ile sekteye uğrayan piyasa 1952 yılına gelindiğinde "Forward Sözleşmeler Yasası"nın çıkarılmasıyla tüm emtia opsiyonlarının ve nakit uzlaşma mekanizmasının da sonu gelmiştir. 1960 yılında coğrafi koşullar ve savaş nedeniyle çiftçilerin forward sözleşmeler konusundaki yükümlülüklerini yerine getirememeleri ile her türlü vadeli işlem yasaklanmıştır. Serbest piyasa ekonomisinin benimsenmesi ile birlikte vadeli

¹²⁶ Dış İşleri Bakanlığı Web Sitesi.

¹²⁷ İzmen, "Küresel İşbirliği", **Milliyet Gazetesi**, 18 Aralık 2009.

işlem piyasasının olmaması çok da mümkün olmadığından 1994 yılında kurulan Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası “NSE” türev ürünlerin piyasaya girmesi için öncülük yapmıştır. 2000 ve 2002 yıllarında vadeli işlemlerdeki tüm yasakların kaldırılmasıyla da NSE ve BSE endeks sözleşmeleri ve hemen ardından hisse senetleri üzerine vadeli işlemlerini başlatmıştır. Hızla büyümeye başlayan piyasa, uzun süre yasaklı kalmasının sebeplerini iyi analiz etmiş ve kontrollü bir büyüme için çaba gösterilmiştir. Türev piyasalar iki ayrı otorite tarafından denetlenmektedir¹²⁸.

Krizin patlak verdiği dönemde Hindistan türev piyasalarının, sadece hisse senetleri ve endekslerden oluşan bir yapıya sahip olması ise Hindistan’ın Çin ve Türkiye gibi küresel krizden sermaye piyasaları anlamında çok fazla etkilenmemesini sağlamıştır.

3.4. TÜRKİYE’DE TÜREV PİYASALARIN YAPISI ÖNEMİ VE GELİŞİMİ

Daha önce de bahsedildiği gibi gelişmekte olan ülkelerin değişen finansal piyasa yapılarına uyum sağlayabilmeleri adına en önemli tamamlayıcılardan olan türev piyasalar, 1990 yılları itibariyle Türk finans sisteminde önemli bir yer edinmeye başlamıştır¹²⁹.

3.4.1. Türev Piyasaların Türkiye Finans Piyasalarına Girişi

1980 öncesinde Türkiye’de dışa kapalı ve devletçi bir ekonomik yapı mevcut olduğundan o döneme kadar türev piyasaların varlığından söz etmek pek de mümkün değildir. Tarımsal ürün fiyatları ve faiz oranları devlet tarafından belirlenmiş ve sabit kur sistemi uygulanmıştır. Dövizin serbestçe alınıp satılması yasaktı ve nitekim 1986 yılına kadar da oluşmuş menkul

¹²⁸ Ali Perşembe, “Hindistan’dan Dersler”, **Dünya Gazetesi**, 4 Nisan 2007.

¹²⁹ Aşıkoğlu, Cantürk, **Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü**, s.166.

kıymet borsasından tam anlamıyla bahsetmek de imkânsızdı. Dayanak varlıkların spot piyasa fiyatının piyasada serbestçe belirtilebilmesi türev piyasalar için en temel koşul olmakla birlikte o dönem izlenen ekonomik politika gereği bu fiyatlar devlet eliyle ve suni bir şekilde belirlenmekteydi. Bu sebepten meydana gelecek bir fiyat değişikliği söz konusu olmadığı için korunulması gereken bir risk faktörü de oluşmayacak ve türev piyasalara ihtiyaç duyulmayacaktı¹³⁰.

Dünyadaki finansal gelişmelerin gerisinden gelen Türkiye ekonomisinin batıdaki ülkelerin ekonomik yapısını yakalayabilmek için finans piyasalarındaki değişim süreci de ancak 1980'li yıllarda başlamıştır. Bu dönemde dış ticaret politikası olarak uygulanmak istenen ihracata yönelik sanayi stratejisi için ülke altyapısının eksiklikler içerdiği anlaşılmış ve değişim süreci de bu şekilde başlamıştır. 80'li yılların ilk yarısında hem haberleşme olanaklarının artırılması hem de ulaşımın kolaylaşması için çalışmalara başlanmış bunlara enerji altyapısı için yapılan çalışmalar da eklenmiştir. Ancak bu altyapı çalışmalarını yapan devlet olduğundan aslında bu şekilde devletin ekonomideki payı öncesine göre artmış ve olumlu sonuçları hemen değil de daha uzun vadede ortaya çıkacak olan bu alt yapı yatırımlarının finanse edilmesi sonuçlarına göre kısa vadeli ve hem iç hem de dış borçlanma ile olmuştur. Buradan çıkacak olan sonuç aslında ekonomik altyapının hazırlanırken bazı noktaların kaçırıldığı veya iyi tespit edilemediğidir.

24 Ocak 1980 yılı kararları olarak bilinen kararlar ile birlikte Türkiye için finansal bir yapısal değişim süreci başlamış ve bu sürecin sonunda mali piyasalar hem iç hem de dış rekabete açık hale getirilmiş bir bankacılık sektörü oluşmuş, Türk Lirası hızla gelişmiş, hem menkul kıymetler borsası hem de döviz ve altın interbank piyasaları oluşmuştur. Bunların yanı sıra yabancı sermayeyi ülkeye çeken bir mevzuat oluşturulmuş, kambiyo mevzuatında o zamana kadar olan kısıtlamalar azaltılmış ve Merkez Bankası

¹³⁰ Ersoy, *Türkiye'de ve Dünya'da Organize Türev Piyasaların Gelişimi*, s67.

güçlü bir yapıya kavuşturulmuştur. Tüm bunların ülke ekonomisi için dış ticaret yapısını da olumlu yönde etkilemesi de doğal süreç olarak işlemiştir¹³¹.

Faiz oranı ve döviz kuru artık 1980 öncesindeki gibi devlet eliyle değil serbestçe belirlenmeye başlanmış, Türk Lirası konvertibl hâle getirilmiş, Serbest Piyasa Kurumu olarak bilinen SPK kurulmuştur¹³².

Zamanla hem yabancı hem de yerli sermayenin Türk sermaye piyasasına girme isteğinin artması, İMKB başarılı şekilde işlemesi, birçok mevzuatta ekonomik kısıtlamaların kaldırılmasına yönelik yapılan düzenlemeler, teknolojik gelişmeleri ayak uydurabilmek, hükümetin elini ekonomiden çekme isteği ve finansal bütünleşmenin sağlanıyor olması ile Türkiye’de artık türev piyasaların kurulması için gerekli ve yeterli şartlar oluşmuş hatta bu piyasa bir gereklilik hâline gelmiştir¹³³.

Ülkemizde forward işlemlerin yapılmasına ilk olarak 1 Mayıs 1984’de TCMB’nin yasal izniyle başlanmış, bunu 1985 yılı itibariyle bankalar arası swap işlemler izlemiştir. 28 Kasım 1995 yılında kurulan Piyasalar Genel Müdürlüğü ile TCMB bünyesinde dövizin vadeli olarak alınıp satılması ilk olarak gerçekleşmiştir¹³⁴.

O dönem ilk defa tarım ürünleri üzerine yapılacak olan türev ürün piyasalarında daha sonrasında menkul kıymetlerin veya finansal ürünlerin gelecek piyasalarda aktif olarak alınıp satılması amaçlanmaktadır. Öncelikle İzmir’de oluşturulması düşünülen “gelecek piyasası” daha sonrasında rafa kaldırılmış ancak 1994 yılında yaşanan ekonomik krizle birlikte, esasında kambiyo piyasasında kontrolü tekrar sağlayabilmek adına TCMB tarafından döviz vadeli işlem piyasaları açılmıştır.

¹³¹ Şeyda Güngör, “Türev Piyasalarında Risk Yönetimi”, **Kocaeli Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi**, Kocaeli, 2008, s.68.

¹³² Ersoy, **Türkiye’de ve Dünya’da Organize Türev Piyasaların Gelişimi**, s.67.

¹³³ Güngör, **Türev Piyasalarında Risk Yönetimi**, s.63.

¹³⁴ Aşıkoğlu, Cantürk, **Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü**, s.166.

3.4.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

Önceleri ürünlerin hem ihraç hem de ithal edilirken riskini azaltabilmek için yurtdışı vadeli işlem borsaları ve vergi ödenmeden işleme konan vadeli işlemlerden hariç olarak ülkemizde ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Daha sonra 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “İstanbul, Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” çıkarılmış böylece altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım ve satımının yapılması ile alakalı ilkeler düzenlenmiştir. Piyasanın iyice şekillenebilmesi için çalışmalar devam etmiş 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile pay senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Ancak daha sonrasında bu yönetmelikler, 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” in 56. maddesi ile yürürlükten kaldırılmış yerine çıkarılan yeni yönetmelikler 19.07.2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır¹³⁵.

Nihayet Vadeli İşlemler Borsası 4 Temmuz 2002 yılında dünyadaki türev piyasa işlemlerin yapılmasına ve bu konudaki gelişmelere paralel olarak anonim şirket olarak kurulmuş ve ticaret siciline tescili gerçekleştirilmiş ve bu tescil 9 Temmuz 2002 yılında Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmıştır. Türkiye’nin ilk ve 2012 yılına kadar tek özel borsası olan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş” 5 Mart 2004’te Sermaye Piyasası Kurulu’ndan gerekli yasal izinler alınarak kurulmuştur. Adı VOB olarak da bilinen şirketin faaliyete geçmesiyle Türk finans piyasalarında yeni bir dönem açılmıştır.

¹³⁵Güngör, *Türev Piyasalarında Risk*, s.69.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş büyük ortaklara sahip bir kuruluştur. Bu ortakların başında Ağustos 2012 itibariyle bir milyon iki yüz bin üye firmaya sahip olan yapısıyla iş dünyasının en büyük temsilcisi olan Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, VOB'un kuruluşuna öncülük de etmiş olan İzmir Ticaret Borsası, ve 2012 yılının Aralık ayına kadar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gelmektedir. Ayrıca finans kurumları arasından da ortaklara sahip olan VOB, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank A.Ş., Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Garanti Bankası T.A.Ş., Akbank T.A.Ş., Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş., İMKB Takasbank A.Ş. ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ile de ortak olarak çalışmaktadır.

Fiyatların kendiliğinden arz ve talepler doğrultusunda piyasada olduğu serbest piyasa ekonomisini sağlayabilmek için bir yandan özelleştirme büyük bir ivme ile devam etmekte iken bir yandan da devlet, özellikle serbest piyasa ekonomisi koşullarını sağlayabilmek için gerekli politikaları uygulamaktadır. Bu politika uygulamaları sadece ülkemizde değil diğer ülkelerde de serbest piyasa ekonomisini kısıtlayacak mevzuat ve düzenlemelerin kaldırılması da ayrıca söz konusudur. Sergilenen bu tutum ile Türkiye'de faaliyet gösteren tüm işletmeler küresel ekonomik dalgalanmalara karşı daha açık ve duyarlı bir hâl almaktadır. Tam olarak da bu sebepten risk yönetiminin önemi daha anlaşılır olmuş bu yöntemlere olan ihtiyaç artmıştır. Bu ihtiyaçların karşılanması amacıyla VOB hem borsanın tasarımı hem de mevcut ürünlerin amaca yönelik geliştirilmesi konusunda çalışmaktadır. Yani VOB, kuruluş olarak bu risklerin yönetimi ile ilgili olanaklar sağlamaktadır¹³⁶.

Yatırımcıların risklerini doğru yönetecek ve getirilerini doğru hesaplayacak araçlar üretilemezse bu piyasanın derinleşmesi söz konusu olamayacaktır. Çünkü derin bir sermaye piyasasının oluşabilmesi için en önemli eksikliklerden birisi araç eksikliğidir. VOB ile birlikte risk yönetim araçları Türk yatırımcısının kullanımına sunulmuştur¹³⁷.

Tablo 5'te VOB'da işlem gören sözleşmeler ve teminat miktarları görülmektedir. Endeks üzerine yazılan sözleşmeler İMKB 100 Endeksi, İMKB

¹³⁶ VOB.

¹³⁷ Güngör, **Türev Piyasalarında Risk**, s.71.

30 Endeksi, İMKB 30-100 Endeks Farkı iken, emtialarda pamuk, buğday ve altın üzerine sözleşmelerin varlığından bahsedilebilir.

Tablo 5: VOB'da İşlem Gören Sözleşmeler

	Başlangıç Teminatı (TL)	Sürdürme Teminatı (TL)	Sürdürme Seviyesi
İMKB 100 Endeksi	750	562,5	%75
İMKB 30 Endeksi	900	675	%75
İMKB 30-100 Endeks Farkı	250	187,5	%75
FAİZ (G-DİBS)	300	225	%75
TLDolar	130	97,5	%75
TLEuro	170	127,5	%75
EUR/USD Çapraz Kuru	130	97,5	%75
FT TLDolar	1.300	975	%75
FT TLEuro	1.700	1.275	%75
Pamuk (EGEST-1)	240	180	%75
Buğday (AKS)	240	180	%75
Altın	750	562,5	%75
Dolar/Ons Altın	200	150	%75
Baz Yük Elektrik	1.200	900	%75
FT Canlı Hayvan	500	375	%75

Kaynak: VOB, 2013.

3.4.3. İMKB Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

VOB gibi önemli ve vadeli işlem piyasasında Türkiye’de tek olan bu kuruluşa 21 Aralık 2012 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası “Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası” eklenmiştir. Kısaca VİOP olarak adlandırılan bu alt birim, Türkiye’de türev piyasaların geliyiyor olduğunu göstermesi açısından çok önemlidir.

2012 yılının Aralık ayına kadar türev piyasa olarak adlandırılan vadeli işlemler sadece VOB ‘da gerçekleşmekteydi. Daha önce de bahsedildiği gibi bu piyasa ülkemizde 1:10 kaldıraçla çalışmakta olduğu için çok hareketli ve çok da riskli bir piyasadır. Bu piyasada normalde kademelerde çok sayıda emir olmaz ve bu nedenle yüksek adetli emirler bir anda piyasayı karıştırır ve fiyatlar aniden 1000 puanlık bir bantta bile hareket etmeye başlayabilir. Bu şekilde yüksek adetli emirlerin piyasayı etkilemeden işlem görebilmeleri için kullanılan “özel emir pazarları” ve “özel emir ilan pazarları” vardır. İki taraflı büyük oyuncunun sözleşme adedini ve fiyatını belirleyerek bu durumu

borsaya bildirir ve borsa tarafından onaylandığı anda da işlem gerçekleşir bu pazarın adı “özel emir pazarı”dır. “özel ilan pazarı” ise tek büyük oyuncunun kendi belirlediği sözleşme adedini ve fiyatını anlaştığı başka bir oyuncu olmadığı için ilana çıktığı pazardır. Yine aynı şekilde borsa onayına tabiidir, ve her iki pazarda da VOB’da 2000 lottan az sayıda emir girilemezken VİOP’ta kontrat fiyatının 10TL küçük olması durumunda minimum 5000 lot, 10TL ‘den büyük olması durumunda ise minimum 2500 lot emir girilmektedir. VİOP henüz büyük oyunculara sahip olmadığı için bu iki pazarı işleme açmamıştır¹³⁸.

Tablo 6: SPAN Fiyat – Volalite Senaryoları

FİYAT	VOLALİTE
Sabit	Yukarı
Sabit	Aşağı
1/3 Yukarı	Yukarı
1/3 Aşağı	Aşağı
1/3 Aşağı	Yukarı
1/3 Yukarı	Aşağı
2/3 Yukarı	Yukarı
2/3 Yukarı	Aşağı
2/3 Aşağı	Yukarı
2/3 Aşağı	Aşağı
3/3 Yukarı	Yukarı
3/3 Yukarı	Aşağı
3X Yukarı ya da 3X Aşağı (Kapsama Oranı %30)	Sabit

Kaynak: VİOP, 2013.

VOB ile VİOP arasındaki bir diğer ve önemli fark teminat sistemidir. VOB’da her sözleşme için ayrı ayrı bir teminat fiyatı belirlenmiştir ancak VİOP’ta “span” adı verilen ve açılımı “standard portfolio analysis of risk” olan bir yazılım sistemi ile değişik fiyat ve volalite seviyelerine göre değişiklik gösteren senaryolar oluşturulur ve en yüksek riske göre teminat hesaplanır.

¹³⁸İMKB Bilgilendirme Yayını.

Tablo 6’da ise orijinal sistemde bulunan onaltı senaryo ve bu senaryolarda fiyat ile volalite arasındaki ilişki anlatılmaya çalışılmıştır.

VOB ve VİOP’un başka bir farkı ise VİOP’un “single stock futures” olarak bilinen vadeli hisse sözleşmelerini ve opsiyonları çıkarıyor olmasıdır. Çıkarılan bu futures kontratların amacı endeks yatırımcısı ya da kurumu olmayan sadece belli hisseleri portföyünde bulundurmaya isteyen yatırımcıya bu konuda yardımcı olmak, bu hissesini bir anlamda garantiye almaktır. Ayrıca denebilir ki futures ve opsiyon sözleşmeleriyle birlikte Türkiye’de türev piyasalarda türev ürün çeşitliliği artmıştır ve bu da yine bu piyasanın gelişmekte olduğunu göstermektedir.

VOB ve VİOP’un bir diğer farkı fiziki teslimattır. Normalde vadeli işlemlerde bir zorunluluk olmayan fiziki teslimat VOB’da yapılmazken VİOP’ta yapılmaktadır. Şöyle ki; Şubat vadeli olan bir sözleşme varsa ve şubat ayının son günü ve son güne kadar işlem gerçekleşirse elde edilen kâr hesaba yatacak ya da zarar hesaptan çekilecektir. Ancak pozisyon kapatılmazsa borsa fiziki teslimata gidildiği varsayımıyla hareket edecektir. Bu durumda vadeli işlemi yapan kişi ya da kurum -her bir hisse kontratı 100 hisse üzerinden yazıldığından- 100 hisse ederi kadar parayı hesabına yatırır, borsa hesaptan parayı çeker ve yerine alınan sözleşmenin hisselerini koyar¹³⁹.

3.4.4. Türkiye’de Türev Piyasaların Yapısı ve Gelişimi

Türkiye’de en çok kullanılan türev ürünleri swap ve forward anlaşmalarıdır. Bu işlemlerin yayılmasında bankacılığın dış rekabete açılmasıyla birlikte Türkiye’de şube açmak suretiyle faaliyet gösteren yabancı bankaların önemli katkıları olmuştur. Forward ve swap anlaşmalarının yanısıra futures ve opsiyonlar kısıtlı olsa da bankalar tarafından

¹³⁹ İMKB Bilgilendirme Yayını.

kullanılmaktadır¹⁴⁰. Ancak bankalar bu işlemleri bankacılık vasfı ile değil, aracı kurum kimliği ile açtıkları birimler ile yürütmektedirler. 2012 yılının sonunda işleme başlamış olan VİOP ile birlikte futures ve opsiyon sözleşmelerinin de artık ülkemizde işlem görmeye başlamasıyla türev ürünlerin kullanılma dağılımları da zaman içinde değişecektir.

Diğer ülkelerin sermaye piyasalarına yakın olan Türk sermaye piyasasının en önemli eksiği eğitilmiş personeldir. Bu eksik, aracı kurum sektörüne ve finans sektörüne bu zaman dilimi için yansımaya da bir sonraki kuşağın yatırım aracı olması nedeniyle ileride daha yoğun hissedilecek bir eksiktir. Bunun çözümü ise finans sektöründe çalışan insanların eğitimine yönelik bir eğitim kurumunun açılmasıdır.

Türkiye’de eğitim konusunda öncü olan finans sektöründe son yıllarda yaşanan eğilim, her kurumun kendi ihtiyacına göre eğitim programları hazırlanması ve verilecek eğitim sınırlarının bu şekilde belirlenmesidir. Bu eğilim aracı kurumlarda da kendisini göstermeye başlamış, özellikle bankacılık sektöründe geniş kabul gören yönetici adayı yetiştirme programları bazı aracı kurumlar tarafından da uygulanmaya başlanmıştır¹⁴¹.

Türkiye’de yabancı yatırımcıların önemi gün geçtikçe artmaktadır. Bu yatırımcıların Türkiye’ye yatırım yapmalarının sağlanması, aracı kurumlar için önemli bir gelir kaynağı olurken, ekonominin hareketlenmesini sağlayacak önemli bir kaynak girişi meydana getirecektir. Ancak bu yatırımcılarla bağlantı kurularak, sahip oldukları fonların Türkiye’ye gelişini sağlamak, iyi bir eğitim sonucu elde edilirken bilgi birikimi ve mesleki tecrübeyi gerektirmektedir. Kronikleşen enflasyon, artan siyasal ve ekonomik istikrarsızlık türev ürünlerin uygulamasını olumsuz yönde etkilemektedir. Sık sık değişen hükümet politikaları geleceğe ilişkin piyasaların gelişimi doğrultusunda karar almayı, stratejiler belirlemeyi imkânsız kılmaktadır. Ayrıca Türkiye’nin konum itibarıyla

¹⁴⁰Güray Küçükkoçaoğlu, “Türkiye’de Türev Finansal Araçlarının Uygulamaları”, Başkent Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü.

¹⁴¹ Güngör, **Türev Piyasalarında Risk**, s.71.

dünyanın en istikrarsız bölgelerinden birinde bulunması türev ürün işlemlerini yapan bankaların daha yüksek prim talebinde bulunmasına yol açmaktadır.

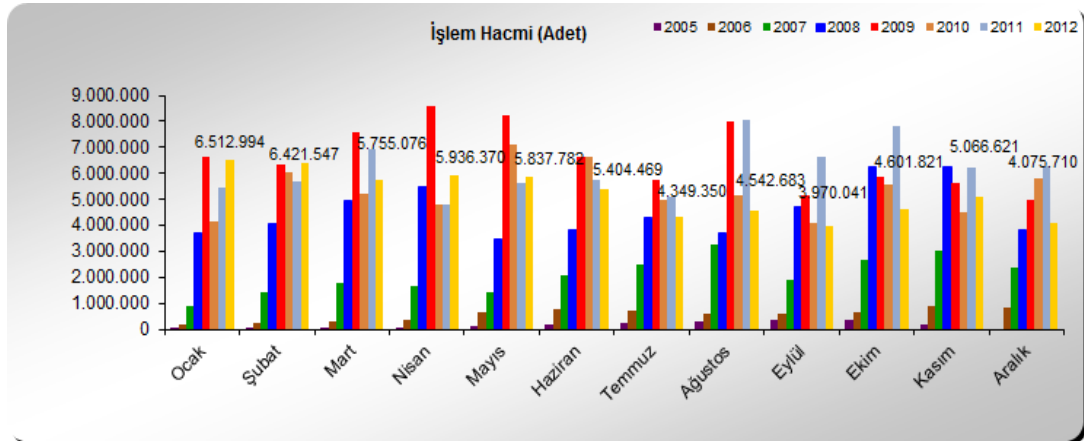
Bankaların türev ürünleri ise enflasyonu düşürme programı yayımlandıktan sonra başta yabancı bankalar olmak üzere artış göstermiştir. Bunun nedeni kurlardaki belirginliğin artması, bu işlemler yoluyla likidite temini ve riskin daha iyi dağıtımında türev ürünlerinden sıkça yararlanılmasıdır. Oysa Bankalar Birliği yaptığı hesaplamada türev ürünlerini döviz pozisyon hesabına dâhil etmemektedir.

Türkiye’de türev piyasaların gelişimini yakalamak açısından bir takım istatistiksel veriler kullanmak faydalı olacaktır. Türkiye’de Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası 35 üye ile işlemlere başlamıştır. Bu üye sayısı kurulduktan sonra aynı sene 56’ya çıkmıştır. Üye sayısındaki en çok artış VOB’ un kurulduğu sene olan 2005’te olmuş; 21 yeni üye katılımıyla 35’ten 56’ya yükselmiştir. 2006 yılında katılan üye sayısı azalırken 2007’de 79 üye ile işlemler yapılmıştır. 2008 yılında ise Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsalarında 84 üye şirket bulunmaktadır.

Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası’nda işlem yapılmaya başlanan 2005 yılında aylar geçtikçe sözleşme adedi her ay artarak devam etmiştir. 2006 yılında bir önceki yıla göre işlem hacmi adet olarak fark edilir derecede yükselmiştir. İlk yıllarda yatırımcıların borsayı tanımamaktan kaynaklanan ve daha önce yapılan denemelerin sonuçsuz kalmasından kaynaklanan tedirginlikten az sayıda sözleşme alımı satımı yaptıkları verilerden anlaşılmaktadır. Borsanın zamanla tanınması ile işlem adedin de yavaşça artış olduğu ve bu artışın 2007 yılında 3.000.000 adede kadar çıktığı gözlenmektedir¹⁴².

¹⁴² Güngör, a.g.e., s.72.

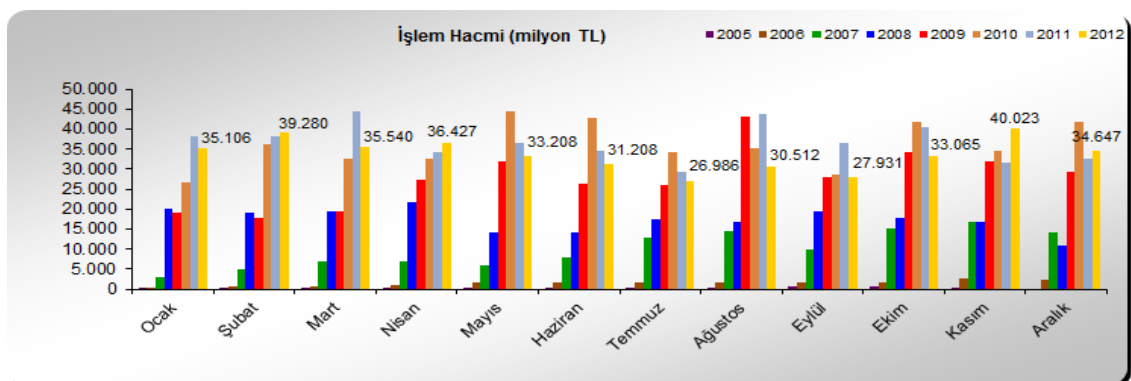
Grafik 22: Türev İşlemlerin 2005-2012 Yılları Arasında Adet Cinsinden İşlem Hacmi



Kaynak: VOB, 2013.

Grafik 22’de türev işlemlerin 2005-2012 yılları arasında adet cinsinden işlem hacmi hakkında bilgi verilmektedir. Buna göre 2005 yılından 2008 yılına kadar her yıl türev işlem hacminin artmakta olduğunu söylemek zor değildir. Ancak küresel ekonomik krizin ülkemizde de sonuçlarının görüldüğü 2009 yılında türev işlem hacimlerinin adet bazında düşüşe geçtiğini de görmekteyiz. 2012 yılında ise adet cinsinden toplam işlem hacmi 2011 yılına göre %16 azalarak 74.287.630’dan 62.474.464’e gerilemiştir.

Grafik 23: Türev İşlemlerin 2005-2012 Yılları Arasında TL Cinsinden İşlem Hacmi

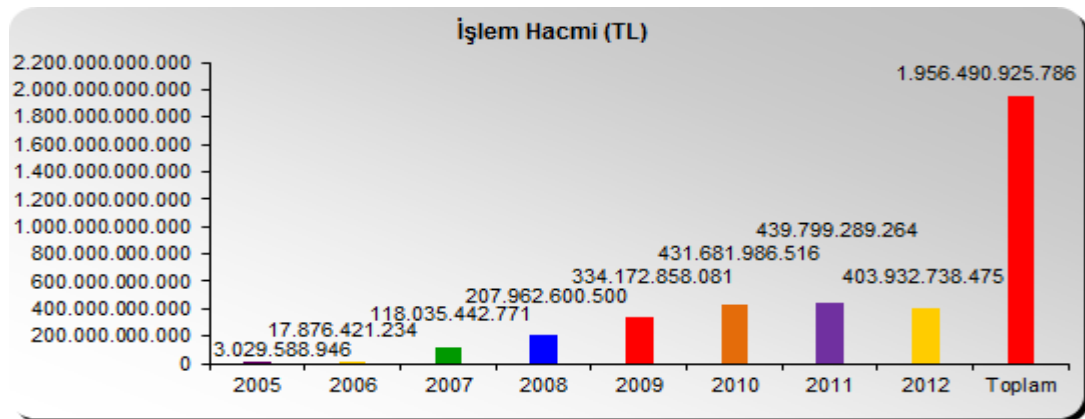


Kaynak: VOB, 2013.

Grafik 23'te de yine türev işlemlerin 2005-2012 yılları arasında TL cinsinden işlem hacminin de yine 2005 yılından 2008 yılına kadar her yıl fazlaştığı görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde ise krizin etkilerinin sürdüğü Mart sonuna kadar işlem hacminin TL cinsinden düştüğünü, Nisan ayından sonra toparlandığını söylemek yanlış olmayacaktır. 2012 yılında ise TL cinsinden toplam işlem hacmi 2011 yılına göre %8 azalarak 439.799.289.264TL'den 403.932.738.475TL'ye gerilemiştir.

Toplam olarak işlem hacminin TL bazında verilen Grafikte 24'te de yine benzer sonuçlara ulaşılmaktadır. Buna göre türev işlemlerin 2005 yılından 2011 yılına kadar her yıl arttığı ancak 2012 yılında azaldığı görülmektedir. İşlem hacmi 2012 yılında 2011 yılının 0,92 katına ulaşmıştır.

Grafik 24: Türkiye'de Vadeli İşlem Borsası Toplam İşlem Hacmi



Kaynak: VOB, 2013.

Tablo 7'de her türev ürün için hem trilyon dolar bazında değerler verilmiştir. Döviz kuru sözleşmelerinde forward sözleşmelerin swap ve opsiyon sözleşmelerine göre daha çok kullanıldığı görülmekte, faiz oranı sözleşmelerine bakıldığında bu kez swap sözleşmelerin daha çok kullanıldığını gözlemlenmektedir. Türev ürün sözleşmelerin Trilyon dolar olarak toplamına bakıldığında 2005 yılından 2009 yılına kadar her yıl yakalanan artışın yine küresel kriz etkilerinin görüldüğü 2009 yılından sonra 2010 yılında yerini düşüşe bıraktığı görülmektedir.

Tablo 7: İşlem Gören Türev Ürünlerin Türleri İtibariyle Durumu

Trilyon Dolar	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam	299.3	418.1	285.9	298.1	603.9	601.0
Döviz Kuru Sözleşmeleri	31.4	40.3	56.2	50.0	49.2	57.8
Forward	15.9	19.9	29.1	24.1	23.1	28.4
Swap	8.5	10.8	14.3	14.9	16.5	19.3
Opsiyon	7.0	9.6	12.7	10.6	9.5	10.1
Faiz Oranı Sözleşmeleri	212.0	291.6	393.1	432.7	449.9	465.3
Forward	14.3	18.7	26.6	41.6	51.8	51.6
Swap	169.1	229.7	309.6	341.1	349.3	364.4
Opsiyon	28.6	43.2	57.0	50.0	48.8	49.3
Hisse Senedi Sözleşmeleri	5.8	7.5	8.5	6.5	5.9	5.6
Forward + Swap	1.2	1.8	2.2	1.6	1.7	1.8
Opsiyon	4.6	5.7	6.2	4.8	4.3	3.8
Emtia Sözleşmeleri	5.4	7.1	8.5	4.4	2.9	2.9
Altın	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
Diğer Emtia	5.1	6.5	7.9	4.0	2.5	2.5
Forward + Swap	1.9	2.8	5.1	2.5	1.7	1.8
Opsiyon	3.2	3.7	2.8	1.6	0.8	0.7
CDS	13.9	28.7	58.2	41.9	32.7	29.9
Tek isimli	10.4	17.9	32.5	25.7	21.9	18.1
Çoklu isimli	3.5	10.8	23.8	16.1	10.8	11.8
Endeks Ürünler						7.5
Diğer	30.8	43.0	61.4	62.7	63.3	39.5

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, "Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler", Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yayını, Sayı 5, Aralık, 2010, s.128.

Tablo 8’de Türkiye’deki bankacılık sektöründe türev işlemlerin milyar dolar olarak dağılımı görülmektedir. Buna göre para ve faiz swap sözleşmelerinin 2004 yılından itibaren her yıl artış yaşadığını gözlemlemekteyiz buradan ülkenin toplam olarak krizden bir etkilenme yaşanmadığı söylenebilir de CDS olarak da bilinen kredi temerrüt takaslarının ise 2006 yılında hızla bir artış yakaladığı ancak küresel krizin etkisiyle 2009 ve 2010 yıllarında bunun yerini düşüşe bıraktığı söylenebilir.

Tablo 8: Türk Bankacılık Sektöründe Türev İşlemler

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vadeli Döviz İşlemleri	7	10	17	30	22	23	30
Para Swapleri	15	24	38	51	66	73	114
Faiz Swapleri	0	2	5	14	21	35	49
CDS	v.y	v.y	0	2	2	1	1
Diğer	6	13	16	41	20	36	59
Toplam	29	49	76	138	130	167	253

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler”, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yayını**, Sayı 5, Aralık, 2010, s.128.

Türkiye’de gelişmekte olan türev piyasalarda kurumlar da kendilerini yenilemekte, stratejileri yönünde birleşmelere gidebilmektedir. Hem yurtdışındaki örneklere bakılarak, hem de istanbul’un finans merkezi yapılması planıyla paralel olarak bir dönüştürülme projesi başlatılmıştır, ilk adım olarak hisse ve tahvil piyasalarına göre büyüme ve işlem hacmi bakımından daha parlak bir gelecek vaad eden vadeli işlemler ve opsiyon borsası ile istanbul altın borsası imkb altında birleştirilerek tek bir kurum haline getirilmiştir. Merkezi kayıt kuruluşu, takas ve saklama bankası gibi kurumlar ile birlikte tamamiyle entegre ve bölgesel olarak dominant bir borsa ortaya çıkarılmıştır. Ardından gerekli yasalar çıkartılarak önümüzdeki yıllarda

özelleştirilebilmesi için anonim şirket statüsüne kavuşturulmuştur. 2013 yılı Ağustos ayı itibariyle VOB, VİOP ve İstanbul altın borsası işlemleri Borsa İstanbul üzerinden yapılmaktadır¹⁴³.

¹⁴³ 30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Kanun'un 138. maddesi uyarınca Borsa İstanbul A.Ş., borsacılık faaliyetleri yapmak üzere Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihte kurulmuştur. Sermaye piyasamızda borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanın onayı sonrasında 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır.

SONUÇ

Değeri, bir başka finansal mal veya varlığın değerine doğrudan endekslenmiş olan finansal varlıklar olan türev piyasa araçlarının temel olarak görevlerinden biri yatırımcılarını risklere karşı korumaktır.

Türev piyasaların ilk ortaya çıkışı her ne kadar çok daha eskilere dayansa da 1970'lerden itibaren daha yaygın kullanıma ulaşması elbette bazı temel nedenlere dayanmaktadır. Bunlardan ilki Amerika Birleşik Devletleri'nin altın para standardını kullanmayı bırakması ve buna bağlı olarak Bretton Woods Uluslararası Ödemeler ve Kur Sistemi döneminin kapanmasıdır. Sistemdeki bu değişiklik özellikle ve öncelikle döviz kurlarında sonrasında ise uluslararası piyasalardaki faiz oranlarında bir istikrarsızlık yaşanmasına yol açmıştır. Böylece piyasada bulunan işletmeler ve diğer finansal aktörler finansal piyasada yaşanan bu istikrarsızlık nedeniyle iktisadi bir karar alma konusunda çekinmişlerdir. İkinci bir neden ise 1974 yılında çıkan petrol krizinin dünya piyasalarını şiddetle sarsmasıdır. Petrol İhraç Eden Ülkeler Topluluğu olarak tanımlanan OPEC üyesi ülkeler petrolün fiyatını artırma konusunda bir karar alınca, petrol ile üretim yapan ülkelerin üretim maliyetleri artırmıştır. Ülkeler üretim maliyetlerinin artmasıyla birlikte işgücünün önemli bir kısmından vazgeçmiş ve böylece ülkelerde yüksek oranda işsizlik ve devamında yüksek oranda enflasyon boy göstermeye başlamıştır. Dünya ülkeleri bir kez daha iktisadi olarak sarsılmıştır. Üçüncü ve son temel neden ise teknolojinin gelişimi ile tamamlanmaya başlayan küreselleşmedir. Önceleri birbirinden zaman ve mekân yönünden uzak olan ülke piyasaları teknolojinin gelişimi ile piyasaların neredeyse aynı şekilde davranmaya başlamıştır. Ancak bunu sadece olumlu bir gelişme olarak algılamak yanıltıcı olabilmektedir. Çünkü küreselleşmeye birlikte doğabilecek ve alınan riskler tüm ülkelere daha kolay ve hızlı bir şekilde yayılabilmektedir. Bugün bozulan bir ülkenin ekonomisi, özellikle dış ticaretini sürdürdüğü ülkeleri neredeyse anında olumsuz etkilemekteyken, etkilenen ülkeyle de finansal bağlantısı olan ülkeler sıkıntı çekmeye başlamakta ve dalgalar hâlinde yayılmaktadır.

Küreselleşme teknolojik gelişme ile hız kazanırken özellikle gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler finansal rekabet içine girmiş ve böylece finansal riskler çok daha önemli küçük fark noktaları hâline gelmiştir. İşte tam olarak da bu sebeple ülkeler finansal riskten korunma amacıyla yeni finansal teknikler geliştirmeye başlamışlardır. Türev piyasa araçları da riskten korunma amacı sağlayan bu araçlardan birisidir.

Ancak türev piyasaların yatırımcıların riskini azaltma amacına hizmet edebilmesi her zaman mümkün olmamaktadır. Çünkü türev piyasa araçlarının da neden olduğu bazı riskler bulunmaktadır. Bu riskleri engellemek ya da iyi yönetebilmek için gereken en önemli şey riski doğru ölçmek ve bazı korunma amaçlı tedbirlerin uygulanması gerekmektedir. En son yaşanan küresel ekonomik kriz başta olmak üzere, özellikle finansal piyasalar küreselleşme yolunda ilerlemeye başladığı zamandan sonra olan uluslararası finans krizlerinin neredeyse hepsinde risk yönetiminin etkin bir şekilde sağlanamaması en önemli sebep olarak görülmektedir.

Risk yönetiminin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için ise türev piyasa araçları hakkında şeffaflık kavramı olarak adlandırılan; bilgiye sürekli ve kolayca ulaşabilmek ve ulaşılan bu bilgileri iyi yorumlayabilmek gerekmektedir. Bu gereklilik beraberinde bankacılık sisteminin her ülke bazında ve ayrıca uluslararası platformda yeni bir takım düzenlemelere gitmesinin de önünü açmıştır. Bu düzenlemelerin temeli, en azından üye ülkeler arasında finansal piyasalarda denetimi ortak paydada tutabilmek için gereklilikleri sağlayabilmek adına Bankacılık Düzenleme ve Denetim Uygulamaları Komitesi (Basel Komitesi) 1974 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası bünyesinde, G-10 ülkeleri yani Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Hollanda, İsveç, İsviçre, İngiltere, İspanya ve Amerika Birleşik Devletleri'nin Merkez Bankaları tarafından oluşturulmuş on üç üye ülke ile kurulmuştur. Komitenin yasal olarak bir yaptırımı ve resmi bir statüsü olmamakla birlikte ilgili ülkelerde bulunan merkez bankalarının üye olduğu, uzlaşılarda belirlenen standartların ve konulan kriterlerin ülke

ekonomilerini iyileştirme amacı taşıması nedeniyle kabul gören bir komitedir. 1988 tarihinde “Basel I” adı altında diğer adı “sermaye yeterliliği uzlaşısı” olan, üye ülkelerin ulusal sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini belli bir standarda bağlayan bu uzlaşısı uluslararası alanda yayınlanmış ve 1996 yılında bu uzlaşısı piyasa riski hesaplaması da eklenmiştir. Diğer pek çok ülkenin de ilgisini çekip kabul görmeye başlayan uzlaşısı 100’den fazla ülkede uygulanmaya başlanmıştır. Bu uzlaşısı bankacılık sistemi mali yapısının uluslararası alanda sağlamlığını artırmış ve istikrarın güçlendirilmesine yardımcı olurken aynı zamanda yine uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalar arası rekabetin de artmasını sağlamıştır. Basel I’de yer alan ve daha sonra Basel II’nin yayınlanmasına sebep olan en temel unsur kredi isteyen ülkenin taşıdığı riskin, sermaye yeterliliğine göre değil de OECD üyesi bir ülke olup olmadığına göre ölçülüyor olmasıdır. Bu anlamda OECD üyesi ülkelerin kredibilitesi daha yüksekti demek yanlış bir ifade olmaz. Basel I’de belirlenmiş olan diğer bir unsur ise bankaların ve dolayısıyla ülkelerin olası kriz durumlarında ekonomik kırılganlığa karşı direncini artırmak ve finansal istikrarı sağlayabilmek amacıyla kredi verirken bazı uygulamalar getirmek, belirli risk katsayılarını göz önünde bulundurmak ve kredilerin geri dönüşlerini sağlayabilmek adına da sermaye yeterliliği konusunda da bazı standartlar getirmiştir. Ancak, zamanla değişen ve gelişen finansal piyasalar karşısında Basel I bankaların risk seviyelerini yeteri kadar yansıtmamaya başlamış, getirilen düzenlemeler sonucu oluşan farklılıklardan kaynaklanabilecek arbitrajı engelleyememiştir. Ayrıca daha önce de değinilen operasyonel riskin de içinde bulunduğu bazı riskleri içermemesi ve OECD üyesi ülkelere yapılan pozitif ayrımcılığın neden olduğu eşitsizlik ile “bankalarda yeterli sermaye ve risk yönetimine sahip olunması veya bankacılık sisteminin güven ve sağlamlığının temin edilmesi hususlarında yetersiz kalmış” ve her şey gibi Basel I de değişime ayak uydurmak zorunda bırakılmıştır. Kısacası komite, mali yapının uluslararası platformda değişmesi, yeni gerekliliklerin ortaya çıkması ve uzlaşısının zamanla yetersiz kalması nedeniyle standartlarını da değiştirmiş ve “Basel II Standartları” olarak yeni bir oluşum içerisine girmiştir. Basel II, birkaç yıl süren çalışmalar

ve fikir alışverişleri sonucunda 2004 tarihinde yayımlanmış, alım satım faaliyetleri ve çifte temerrüt etkileri ile alakalı olarak bazı güncelleştirmeler ile 2005 yılında tekrar yayınlanmıştır. Daha sonrasında ise 2006 yılında son hali ile uluslararası platformda tekrar yayınlanmıştır. Basel II'nin yayınlanması ile birlikte her ülke konulan kriterleri ve yakalanması gereken standartları kendi ekonomisine göre ayarlayabilme, bu konuda insiyatif alabilme lüksüne sahip olmuştur. Basel II'de Basel I'den farklı olarak; risk artık yasal özkaynak ihtiyaçlarına göre daha net belirlenmiş ve dünyanın gelişen mali yapısına uyum sağlayacak şekilde riskin ölçülmesine ve yönetimine farklılık getirmiştir. Basel II'nin en önemli değişikliği kredi derecelendirme kuruluşlarının her kredi kullanıcılarını belirli bir profile dahil ederek her profil için ayrı ayrı belirlediği kredi notlarına göre kredi kullandıran banka ve kredi kuruluşları ile riskin bir bakış açısı yerine çoklu ölçülebilmesidir. Elbette riskin çok yönlü olarak ölçülmesi finansal piyasalarda sermaye ölçümlerinin yeterliliğini artırmakta ve finansal istikrara büyük katkı sağlamaktadır.

Her ne kadar ülkeler türev piyasa araçlarını etkin ve zarar almadan kullanabilmek için BASEL gibi oluşumlar içine girip kendi finans piyasalarında bu tedbirleri uygulamaya çalışsalar da türev ürünlerin özellikle 1980 sonrasında serbest ticaretin yaygınlaşması ile birlikte bu denli kullanılması bir yandan da ülke ekonomilerinin finansal kırılganlıklarının temelini atmıştır. Dünya üzerinde yaşanan krizlere bakıldığında özellikle küreselleşme çerçevesinde sermaye hareketlerinin serbestçe dolaşımının neredeyse kuralsız olarak ve sıkı bir denetime tabii olmadan gerçekleşiyor olması ilk önemli sebep olarak görülebilirken, ikinci ve aslında bağlantılı bir sebep olarak ise dünya finans piyasalarında kullanımı yaygınlaşan türev ürünlerin hızlı bir şekilde artması ancak buna karşılık denetim mekanizmasının yetersiz kalmasıdır.

Son zamanlarda tüketimin araç olmaktan çok amaç olmaya başlaması ile birlikte bu tüketim amacına kaynak sağlayan ve güdüleyen bir mekanizma ihtiyacına cevap olarak türev piyasaların gelişimi gösterilmektedir. Zaman

içerisinde türev piyasaların bu denli gelişmesi ve para piyasasının bir parçası olmasıyla birlikte başta ABD finans piyasalarında önemli role sahip aracı kurumlar türev piyasalar ile riski dağıtmak gibi yeni bir fonksiyon kazanmışlardır. ABD tarafından ipoteye dayalı krediler vermeleri konusunda desteklenen bazı aracı kurumlar bu krediler ile riskleri menkul değerleştirmişler ve bu şekilde verdikleri krediden doğan riski aktaracak bir araç bulmuşlar ve aslında bu şekilde yeni bir “para yaratma mekanizması” da oluşturmuşlardır. Ancak ABD'nin destek verdiği bu ikincil piyasa aracı kurumlar, piyasaya daha önce de çok kez bahsedildiği gibi asimetrik bilgi olgusunu tanıtacak kadar ahlaki yönü eksik şekilde çalışmaya başlamış ve oluşma ihtimali ortaya çıkan ters seçim olgusu aslında daha sonra 2008 yılında patlak verecek olan küresel ekonomik krizin olasılığını artırmıştır. Buna ek olarak ABD Hükümeti piyasaya müdahale ederek sistemin batmayacağına olan inancı kuvvetlendirmiş ve aracı kurumlar risk almaktan korkmamışlardır.

2008 yılında ABD'de yaşanmış ve devamında birçok ülkeye yansımış olan küresel krizin nedeni, her ne kadar öncelikle ipotekli konut kredilerinin dönüşlerinin olmaması özetiyle bilirse de beklenen bu dönüşlerin sağlanamamasını tetikleyen de türev piyasalardır. Türev piyasa araçlarının iki temel özelliği küresel krizin adeta zeminini oluşturmuştur. Bunlar türev piyasaların yapısı ve denetimsizliğidir. Türev piyasalarda oluşturulan havuzlar ile, bir kuruluş bir havuzdan sertifika almakta ve çeşitli sertifikalar ile kendi havuzunu oluşturarak yeniden düzenlemekte ve bunu belki de bin parçaya bölerek yeni sertifikalar oluşturmakta sonra da bu sertifikaları bireysel emeklilik fonlarından emekli sandıklarına, yatırım fonlarından özel emeklilik fonlarına, reel sektör şirketlerinden bireysel yatırımcılara ve havuz kurma yetkisine sahip yatırım ve ticari bankalara ihraç etmiştir. Dolayısıyla bu bir sarmal haline gelmiş ve türev ürün piyasasına giren herkesin her sektörden etkilenme riski aslında artmıştır. Riskin artma sebebi ise oluşturulan bu piyasanın yapısı gereği şeffaf ol(a)mamasıdır.

Sonuç olarak her yatırımcı kendi havuzunu oluşturmuş, bir başkasının havuzuna bu ürünleri ihraç ederek girmiş, bu havuzda bulunan ve karşılığı sertifika olan menkul kıymetlerin ve türev ürünlerin ise hangisinden ne kadar içerdiği gittikçe daha da karmaşıklaşmış durumun bu olması ise şeffaflığı giderek karanlığa çevirmiştir. Kaldı ki yatırımcıların, kendi ihraç ettiği türev ürünlerin daha sonra başka yatırımcıları dolaşarak bir kısmının yine kendisine gelmesi işten bile olmamıştır. Hal böyle iken türev ürünlerin çalışma mantığının riski azalttığını gösteren matematiksel modeller için aslında büyük bir belirsizlik oluşmuştur. Bu karmaşık yapı, bir kriz halinde türev ürünler yoluyla krizin yayılmasını da olası kılmıştır. Nitekim Warren Buffet büyük risklerin özellikle de kredi risklerinin yoğun olarak türev piyasa araçlarından oluşan portföylere sahip az sayıda finansal kurum ve bankalarda konsantre halde bulunduğunu ve bunlardan birinin zor duruma düşmesiyle birlikte diğer tüm finansal kurum ve kuruluşların türev piyasa araçları yoluyla hastalıklarını bulaştıracaklarından bahsederek türev ürün piyasalarının ne denli tehlikeli olduğunu tekrar vurgulamaya çalışmıştır. Bir sektörde başlayan olumsuz bir durum öncelikle ilgili sektörün kağıt fiyatlarını düşürecek, bu durum hisse senedi ve türev ürün piyasalarında beklentileri olumsuz etkileyecek ve satışların dalgalanmasına neden olarak tüm finans sektörü için öldürücü darbeler oluşturacaktır. Kaldı ki küresel ekonomik krizin ortaya çıkışı da ilk olarak konut piyasaları ile olmuş ve daha sonra türev araçlarla birlikte önce marjinal olarak daha sonra 2008 yılının sonuna doğru ise neredeyse bir asırdır görülmeyen bir şekilde finans piyasalarına yayılmıştır. Yani her ne kadar krizin çıkma sebebi dağıtılırcasına verilen mortgage kredilerinin geri ödemelerinin alınmaması olsa da derinleşip içinden çıkılmaz bir hâl almasının sebebi türev piyasa araçlarıyla oluşturulmuş havuzlarda, geri dönüşü beklenen bu kredilerin dönmeyişi ile başka yatırımcılara ve belki de onlardan da başka yatırımcılara geçmesidir.

ABD’de başlayan ve küreselleşmenin olumsuz bir sonucu olarak kısa sürede neredeyse tüm dünya ekonomilerine etki eden küresel ekonomik kriz bazı ülkelere çok daha az etki etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerden hızlı

gelişen ekonomiler kategorisinde kabul gören Hindistan ve Çin krizden az etkilenen ülkelerin başında gelmektedir. Krizin Çin ve Hindistan ekonomileri üzerinde olan etkisi, endüstrileşmiş ülkelerden ve ABD'den oldukça azdır. Bu ülkelerin o dönem içerisinde büyüme oranları negatifte seyretmekteyken Çin ve Hindistan'ın artış hızı düşse de büyümeye devam etmesi o dönem için oldukça çarpıcı olmuştur. Her ne kadar bu etkilenmeyişin en bilinen sebebi her iki ülkenin de ihracat hacimlerinin yüksek olması olsa da bunun yanı sıra ülkelerin ihraç ürünlerinin çok çeşitli olması ve sadece krizin çıkış yeri olan ABD'ye değil birçok farklı ülkeye de ihracat yapıyor olması da diğer nedenler arasında gösterilmektedir. Krizin temel yayılma sebebi olan türev piyasalar açısından bakıldığında ise özellikle 2007-2008 yıllarında her iki ülkenin de türev piyasalarının henüz gelişmekte olması ve bu gelişimlerin yasalar ile çok kontrollü olarak uygulanması, denetleyici kuruluşların etkin çalışmaları ve hatta dış yatırımcı konusunda kısıtlar getirmeleri sayesinde türev piyasalar riskli yapısından kurtulmuş ve krizin sermaye piyasaları ile ülkelere yayılma riskini en aza indirmeyi başarmışlardır.

Benzer şekilde Türkiye'de de türev ürün piyasası ABD türev piyasaları gibi gelişmiş ve derin değildir. Önceleri ürünlerin hem ihraç hem de ithal edilirken riskini azaltabilmek için yurtdışı vadeli işlem borsaları ve vergi ödenmeden işleme konan vadeli işlemlerden hariç olarak ülkemizde ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" ile yapılmıştır. Daha sonra 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "İstanbul, Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği" çıkarılmış böylece altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım ve satımının yapılması ile alakalı ilkeler düzenlenmiştir. Piyasanın iyice şekillenebilmesi için çalışmalar devam etmiş 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete'de çıkarılan "İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik" ve "İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik" ile pay senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer

finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Ancak daha sonrasında bu yönetmelikler, 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” in 56. maddesi ile yürürlükten kaldırılmış yerine çıkarılan yeni yönetmelikler 19.07.2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Nihayet Vadeli İşlemler Borsası 04.07. 2002 yılında dünyadaki türev piyasa işlemlerin yapılmasına ve bu konudaki gelişmelere paralel olarak anonim şirket olarak kurulmuş ve ticaret siciline tescilli gerçekleştirilmiş ve bu tescil 09.07.2002 yılında Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmıştır. Türkiye’nin ilk ve 2012 yılına kadar tek özel borsası olan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş” 05.03.2004’te Sermaye Piyasası Kurulu’ndan gerekli yasal izinler alınarak kurulmuştur. Adı VOB olarak da bilinen şirketin faaliyete geçmesiyle Türk finans piyasalarında yeni bir dönem açılmıştır. VOB gibi önemli ve vadeli işlem piyasasında Türkiye’de tek olan bu kuruluşa 21 Aralık 2012 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası “Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası” eklenmiştir. Kısaca VİOP olarak adlandırılan bu alt birim, Türkiye’de türev piyasaların gelişiyor olduğunu göstermesi açısından çok önemlidir. 2013 yılı Ağustos ayı itibariyle ise VOB, VİOP ve İstanbul altın borsası işlemleri Borsa İstanbul üzerinden yapılmaktadır. Buradan çıkarılması gereken sonuç küresel ekonomik krizin patlak verdiği 2008 yılında Türkiye’de yeni yeni oturtulmaya çalışılan ve dış yatırımcı için çok da cazip olmayan bir piyasa olduğudur. Bu durum ilk başta sermaye piyasalarının yetersizliği şeklinde görülse de, ABD türev piyasalarından, endüstrileşmiş ve sermaye piyasaları gelişmiş diğer ülkelere yayılmış olan kriz sürecinin Türkiye’de daha az hissedilmesinin en önemli sebebi olarak yorumlanabilmektedir.

Türev piyasalar olmaması gereken bir piyasa türü elbette değildir. Riski azaltması ve yatırımcılara kaldıraç etkisini sunarak yüksek getiri şansını yatırımcılara sunuyor olması bu piyasayı olmazsa olmaz yapmaktadır. Ancak türev piyasalar kontrolsüz ve denetimsiz bir şekilde büyümeye çok meyilli

piyasalar olmakla birlikte bu getiriden ve kontrolsüzlükten yararlanmak isteyen birçok kurum olacaktır. ABD’de krizin patlamasının ve derinleşmesinin en önemli sebeplerinden birisi olan türev piyasaların kontrolden çıkışı, türev piyasa riskleri ile ilgili olarak herkese önemli bir ders olmuştur. Bu sebeple ABD’de o dönemde bankacılık, sigorta şirketleri, menkul kıymet ve türev işlemler için ayrı olan düzenleme ve denetleme yapısının birleştirilmesi çalışmaları sürdürülmüş, kurumların düzenleme ve denetleme yapılarının birleştirilmesi esas alınmıştır. Bu sebeple gerek hükümetler tarafından konulacak yasalar ile gerekse yine devlet tarafından kurulacak ve etkin çalışmasına izin verilecek denetim kurumları ile hızla geliştirilecek olan bir türev piyasa yapısı ülke ekonomilerinin de gelişmesine ve yatırımın desteklenmesine yardımcı olacaktır.

KAYNAKÇA

ABAAN, Ernur Demir; “Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri”, **TCMB Araştırma Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2002.

ADALOĞLU, Cahit; “Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Sayı 11. Erişim http://www.imkb.gov.tr/Publications/isereview/articles_sayi11.aspx, erişim tarihi: 8 Ağustos 2012.

AKBULAK, Sevinç; “BRICs (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) Ülkeleri ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler”, **SPK Araştırma Raporu**, 11 Ocak 2008.

AKÇAOĞLU, Ertuğrul; “Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi”, Turhan Kitabevi, Ankara, 2002.

AKGİRAY, Vedat; “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları”, **İMKB Dergisi**, Ocak-Şubat-Mart, Sayı 5, 1998.

AKSEL, H. Ayşe Eyüpoğlu; “Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları”, **SPK Yayınları**, No:21, Ankara, 1995.

AKSEL, Kaan; “Kredi Risk Yönetimi”, **Active Dergisi**, Mayıs-Haziran, 2001.

ALANTAR, Doğan; “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, 2010, Erişim: http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, Erişim Tarihi 2 Şubat 2012.

ALPTEKİN, Erdem; “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, **AR-GE Bülten Ekonomi Dergisi**, Nisan, 2009.

ALTAY, Hüseyin, ŞEN, Ali; “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, 2010.

ANBAR, Adem; “Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerine Etkileri”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXVI, Sayı 1, 2009.

ANGIN, Erdinç; “Türev Piyasalar: Future, Forward, Swap ve Option İşlemleri”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı 203.

AŞIKOĞLU ,Ziya, CANTÜRK Kayahan; “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 2, 2008.

AYADI R., ROSSI F.D.; “Practical Implications of the New Basel Capital Accord For The European Banking System Results&Analysis of an Industry Survey”, **Working Paper**, 2005.

AYRIÇAY, Yücel; “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkisi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 5, 2003.

BABUŞÇU, Şenol; “Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalar da Risk Yönetimi” Akademi Yayınevi, Ankara, 2005.

BACKSHALL, Tim “Improving Performance with Credit Default Swaps”, **The Barra Credit Series**, Research Insights, 2004.

BDDK, “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler”, Sayı 5, Aralık, 2010.

BEZGİNGÖL, Hüseyin; “Türev Piyasaları İşlemleri”, Erişim <http://aktueryabilimleri.com/Arsiv/Dersnotlari/T%C3%9CREV%20P%C4%B0YASALARI,%20KURAMSAL%20ANAL%C4%B0Z%C4%B0%20VE%20GEL%C4%B0%C5%9E%C4%B0M%C4%B0.doc.>, Erişim tarihi: 06.06.2012

BLACKBURN, Robin; “The Subprime Crisis”, Mart-Nisan 2008, Erişim; <http://newleftreview.org/II/50/robin-blackburn-the-subprime-crisis>, Erişim

Tarihi: 02 Nisan 2013.

BULUŞ, Abdülkadir, KABAKLARLI Esra; “1929 Buhranı ile Global Krizin Karşılaştırılması”, **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19, 2010.

CHAMBERS, Nurgül; “Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı”, 2012, Erişim: <http://www.bilgeyatirimci.com/2012/01/23/turev-urunlerin-u-s-bankalarinda-kullanimi/>.

CONCİDİNE, Geoff “Risk Management Lessons From Bear Stearns”, 2 Nisan 2008, Erişim; <http://seekingalpha.com/article/70879-risk-management-lessons-from-bear-stearns>, 4 Nisan 2013, Çevrimiçi.

ÇAĞLAR, Ozan “Forward ve Futures Sözleşmeler”, Erişim; http://www.caglarsmmm.com/FileUpload/bs314203/File/forward_ve_future_s_ozlesmeler.pdf, 29 Mart 2013.

ÇAKIR KULA, Yasemin; “Tezgahüstü Türev Araçların Karşı Taraf Kredi Riskinin Ölçülmesi ve Yönetilmesi”, **Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2008.

ÇAKMAN, Kemal, “Minerva’nın Baykuşu : 2008 Krizinin Oluşumunun Perde Arkasının Öyküsü: Gerçek ve Sahte Kâhinler”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2009. Vol.:44, No. 532, s 29-47.

DELOÏTTE&TOUCHE, Deloitte&Touche Risk Yönetimi Araştırması, **Deloitte&Touche Risk Yönetimi Haber Bülteni**, Sayı 2, 2001.

DODD, Randall; “**The Role Of Derivatives In The East Asian Financial Crisis**”, Derivatives Study Center, Washington D.C., 2000.

DÖNMEZ, Çetin, A.YILMAZ, Mustafa K.; “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?”, **İMKB Dergisi**, Cilt 3, Sayı 11, 1999.

ERÇEL, Gazi; “Finansal Risk Yönetimi, 6. Yıllık “Global Finance Conference”, 1999Erişim; <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/riskyon.html>, 01.07.2013.

EREN, Aslan, SÜSLÜ, Bora; “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 41, eylül-ekim, 2001.

EROĞLU, Erhan; “Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, Sayı 4, 2010.

ERSOY, Ersan; ““Türkiye’de ve Dünya’da Organize Türev Piyasaların Gelişim”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz, 2011.

FİSCHER, Stanley; “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, **American Economic Association Meeting**, New Orleans, 2001.

GARBER, Peter M. “ **Derivatives In International Capital Flow**”, National Bureau Of Economic Research, NBER Working Parper Series No 6623, Haziran, 1998.

GERETY, Mason S., MULHERİN, Harold J. ; “Patterns in Intraday Stock Market Volatility”, **Past and Present. Financial Analysts Journal**, 1991.

GHYSELS, Eric, JUNGHOON, Seon; “**The Asian Financial Crisis: The Role Of Derivatives Securities Trading and Foreign Investors**”, Scientific Series, Montreal, 2000.

GÜNDOĞDU, Muhittin; “Forward İşlemlerinin Niteliği, Forward İşlemlerine Bağlı Olarak Gelirin ve Kanunen Kabul Edilmeyen Giderlerin Peçelenmesi”

GÜNGÖR, Şeyda; “Türev Piyasalarında Risk Yönetimi”, **Kocaeli Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi**, Kocaeli, 2008.

GÜVEN, Yılmaz; “Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Analizi ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, **Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Nisan, 2008.

HARVEY, David; “Sermayenin Muamması; Kapitalizmin Krizler”, çev. Sungur Savran, , İstanbul , Sel Yayıncılık, 1. Baskı, 2012.

HEPAKTAN, C. Erdem, ÇINAR, Serkan; “Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 30, 2011.

IŞIK, Nihat, TÜNEN Tuba; “Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizdeki Rolü”, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi 1, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim İnönü Üniversitesi, Malatya, 15-16 Nisan 2010, Erişim: <http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/51.pdf>. Erişim Tarihi: 25.08.2012.

IŞIK, Sayım, DUMAN, Koray, KORKMAZ, Adil; “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, cilt 19, sayı 1, 2004.

İMKB Bilgilendirme Yayınları. Erişim http://imkb.gov.tr/datum/duyuru_ekleri/psdiostk.pdf, erişim tarihi: 27 Mart 2013.

İMKB Terimler Sözlüğü.

KARACAER, Berrin; “Uluslararası Tahvil Piyasaları ve Türkiye’nin Tahvil İhraç Performansı”, **Gazi Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi**, 2009.

KARAÇOR, Zeynep; “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000- Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi Yüksek Lisans Tezi**, 2006.

KARATEPE, Yalçın; “Türev Piyasaları”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını**, yayın 587, t.y.

KUTLUAY, Dilek; “1980 Sonrası Ekonomik Krizlerin Karşılaştırmalı Bir Analizi: Türkiye Örneği”, **Gazi Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, 2011.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray; “Türev Piyasaları-Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi Ve Gelişimi” ve “Türkiye’de Türev Finansal Araçlarının Uygulamaları”, erişim: http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcar_samba12, erişim tarihi: 23.03.2011, “Türkiye’de Türev Finansal Araçlarının Uygulamaları”, erişim www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba13.doc, erişim tarihi: 24 Ocak 2013, Başkent Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü.

MERİH, Kutlu “Riske Karşı Türev Ürünler”, **Riskonomi Dergisi**, 17 Mart 2011. Erişim: <http://www.riskonomi.com/wp/?p=658> , 25 Mart 2013.

Muhlenkamp & Company, Inc, “Bailouts, Your Dollars & the Whole Credit Mess”, 2007, Erişim; <http://www.muhenkamp.com/upload/pdf/Bailouts.pdf>, 4 Nisan 2013.

NARİN, Müslüme, ÖZER, Aslı; “Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi”, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi 1, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim İnönü Üniversitesi, Malatya, 15-16 Nisan 2010, Erişim: <http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/64.pdf>, Erişim Tarihi: .

NURCAN, Belma; “TÜREV Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Uygulamaları”, **TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2005.

ÖÇAL, Tezer, ÇOLAK, Ömer Faruk; “Finansal Sistem ve Bankalar”, Ankara, Nabel Yayınları,1999.

ÖZALP, Pınar; “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2003.

ÖZTÜRK, Serdar; “Küresel Ekonomik Krizin Çin Ekonomisine Etkileri: Çin’in Büyüme Stratejisinin Sürdürülebilirliği”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 14, 2011.

PERŞEMBE, Ali; “Çin İşi”, **Dünya Gazetesi**, 13 Ocak 2007, Erişim: <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale13.htm>, 8 Temmuz 2013.

PERŞEMBE, Ali; “Hindistan’dan Dersler”, **Dünya Gazetesi**, 4 Nisan 2007, Erişim: <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale20.htm>, 12 Temmuz 2013.

Riskonomi Dergisi, “Batamayacak Kadar Büyük Olmak Neden Yetmedi: Lehman Brothers”, 15 Ekim 2009. Erişim; <http://www.riskonomi.com/wp/?p=991>. Erişim Tarihi:2 Nisan 2013.

SARI, Güneş; “2008 Finansal Krizi ve Basel III ile Alınan Aksiyonlar”, Mart, 2012, Erişim: <http://finansrisk.com/2012/03/26/2008-finansal-kriz-basel-iii/>, Erişim Tarihi: 27 Temmuz 2012.

SHAPIRO, C. Alan; “**Foundations of Multinational Financial Management**”, P New Jersey: Prentice-Hall, 3. Baskı, 1998.

SİEMS, Thomas F., “**10 Myths About Financial Derivatives**”, Cato Policy Analysis, Sayı 283, Eylül, 1997.

SPK, Bilgilendirme Kitapçıkları, Sayı 2, Eylül, 2010. Erişim: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>, Erişim Tarihi: 25 Ağustos 2012.

ŞEN, Ali, ALTAY Hüseyin; “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, 2010.

TEMEL, Halime, OKTAY, Sadiye; “Basel II Kriterleri Ekseninde Ticari Bankalarda Kredi Riski Yönetiminin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Saha Çalışması”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, cilt 3, Sayı 6, 2007, s.163-185.

THE ECONOMİST; “Fannie Mae and Freddie Mac End Of İllusions”, 17 Ağustos 2008. Erişim; <http://www.economist.com/node/11751139>. Erişim Tarihi: 4 Nisan 2013.

TURAN, Zübeyir; “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, 2011.

UYGUR, Ercan; “Krizden Krize Türkiye: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, 2001.

Vergi Sorunları Dergisi, Sayı 138, 2000.

World Economic And Financial Surveys, “Regional Economic Outlook”,**IMF**, 2010.Erişim:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2010/eur/eng/ereo1010.pdf>, Erişim Tarihi; 21.01.2013.

YILMAZ, Derya, GAYGUSUZ, Filiz; “**2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri**”, Uludağ Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü.

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.hazine.org.tr>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.vob.org.tr>

http://commons.wikimedia.org/wiki/File:CDS_volume_outstanding.png

<http://www.mfa.gov.tr/çin-ekonomisi.tr.mfa>.

EKLER

EK – 1

2008 yılı küresel ekonomik krizini türev piyasalarla ilişkilendirmek için “hedge fon”lardan bahsetmek gerekmektedir. Hedge fon; yaptıkları işin gücüne göre ücret alan profesyonellerin yönettiği, amacın tamamen kâr elde etmek olduğu, herkesin kullanımına açık olmayan ve yatırım stratejilerinin çokça kullanıldığı bir fon çeşididir¹⁴⁴. Hedge fonlar bilinen yatırım fonlarının aksine yasal düzenlemelere tabii olmamakla birlikte agresif işlem fonlarıdır. Hedefleri yüksek kâr olduğu bu fonları yöneten profesyoneller yatırımcı olarak sıradan yatırımcıları değil, yüksek varlık sahibi kişi ve kurumları seçerler. Hedge fonların yatırım stratejisi olarak türev piyasa araçlarını kullanıyor olması da küresel ekonomik krizle doğrudan alakalı olduğunun bir göstergesidir. Şöyle ki; küresel krizin çıkış nedeni daha önce de belirttiğimiz gibi temelde “mortgage” adı verilen konut kredilerinin, kredi kullanıcılarının mali güçlerini çok da önemsemeden adeta dağıtılması ve ABD’de konutların olmadıkları kadar yüksek fiyattan değerlendirilip balon krediler yaratılmasıdır. Türev piyasa araçlarının da özellikleri gereği her türlü varlığı dayanak alıp yatırım aracı yapılabilmesi sonucu, banka müşterilerine verilmiş mortgage kredileri üzerine yazılmış türev araçlar geliştirilmiştir. Türev piyasalarının kaldıraç etkisi her ne kadar ülkemizde 1:10 olsa da örneğin forex piyasalarda bu kaldıraç 1:400'lere kadar çıkmaktadır. Bu sebeple Hedge fon yatırımcıları mortgage kredileri üzerine yazılan bu türev piyasa araçlarını, yüksek kaldıraç etkisinden faydalanmak amacıyla, yüksek miktarlarda yatırım yaparak satın almışlardır.

¹⁴⁴ Adem Anbar, “Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerine Etkileri”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 2009, s.417.