

**TÜREV ARAÇ PİYASALARININ FİNANSAL SİSTEMİN
İŞLEYİŞİ İÇİNDEKİ ROLÜ: TÜRKİYE'DE BU PİYASALARA
İŞLERLİK KAZANDIRMA ÇALIŞMALARI**

Pınar ÖZALP

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Mayıs 2003**

ÖNSÖZ

Başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerde, 1800'lerden itibaren mal piyasalarında kullanılmakta olan ve 1970'li yıllarda, dünyada değişen ekonomik ortam sonucu ortaya çıkmaya başlayan risk yönetimi anlayışı ile modern versiyonları finansal piyasalarda da geliştirilen türev araç piyasalarının günümüz finansal sistemi içindeki rolü gittikçe artmaktadır.

Türkiye'de 1980'ler sonrası ortaya çıkan finansal liberalleşme ve dışa açık ekonomi politikaları yeni finansal araçların gelişimine yol açmış, bu tarihlerden itibaren türev araçlar konusunda kısırdanmalar görülmeye başlamıştır. Özellikle, Şubat 2001 krizinden sonra dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesiyle birlikte yoğunlaşan çabalar sonucunda, Bankamızın da teknik desteği ve katkılarıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde döviz üzerine yazılan vadeli işlemler piyasası faaliyet göstermeye başlamıştır. Ancak, işleyişe ilişkin sorunlar piyasanın etkin bir şekilde çalışmasını engellemektedir.

Dalgalı döviz kuru rejimleri, dövize dayalı türev araç piyasalarının etkin işleyişi için gerekli bir önkoşul oluşturmaktadır. Diğer taraftan, türev araç piyasaları, bu tip kur rejimlerinde fiyatların piyasa koşulları içerisinde belirlenerek dengeye oturması ve aşırı dalgalanmaların önlenmesi konusunda faydalı araçlardır. Bu nedenle, ülkemizde türev araç piyasalarının geliştirilip, etkin bir işleyişe kavuşturulması önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın, türev araç piyasaları ve bu piyasaların Türkiye'deki gelişimi ile ilgilenen okuyucular için aydınlatıcı bir kaynak olmasını diler, değerli katkılarından dolayı danışmanım Sayın Doç. Dr. Ömer Faruk Çolak ve Piyasalar Genel Müdürlüğü, Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürü Sayın Emrah Ekşi'ye teşekkürlerimi sunarım.

Pınar ÖZALP

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER SAYFASI.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
KISALTIMA LİSTESİ.....	vii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xi

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ.....	1
------------	---

İKİNCİ BÖLÜM

TÜREV ARAÇ PIYASALARI.....	10
2.1. Türev Araç Piyasalarının Tarihsel Gelişimi.....	10
2.2. Türev Araç Çeşitleri.....	26
2.2.1. Forward Sözleşmeler.....	27
2.2.2. Futures Sözleşmeler.....	30
2.2.3. Swap Sözleşmeler.....	37
2.2.4. Opsiyonlar.....	39
2.3. Türev Ürünlerin Benzerlik ve Farklılıkları.....	44
2.4. Türev Piyasalarda Kullanılan Türev Ürün Tercihinde Ülkelerin Makro Ekonomik Gelişmeleri İle İlgili Olan Paralellikler.....	46

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Sayfa No

TÜREV ARAÇ PIYASALARININ FİNANSAL SİSTEME ETKİLERİ.....	49
3.1. Türev Araçların Taşıdığı Riskler.....	49
3.2. Türev Piyasaların Finansal Kriz Dönemlerinde Yüklendikleri İşlevler.....	57
3.3. Spot ve Türev Piyasalar Arası İlişki.....	62
3.4. Merkez Bankaları Para Politikaları ve Türev Piyasalar.....	65
3.4.1. Merkez Bankaları Açısından Türev Piyasaların Önemi.....	65
3.4.2. Türev Piyasaların Merkez Bankalarınca Para Politikası Aracı Olarak Kullanılma Nedenleri ve Kullanılan Türev Ürünler.....	69

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PIYASALAR VE ÖRNEK ÜLKE DENEYİMLERİ.....	75
4.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Türev Araç Piyasaları.....	75
4.2. Örnek Ülke Deneyimleri.....	78
4.2.1. Meksika Örneği.....	78
4.2.2. Brezilya Örneği.....	81
4.2.3. Kore Örneği.....	84

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇ PIYASALARI KONUSUNDA YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	89
5.1. Forward Sözleşmelerin Türkiye'deki Gelişimi.....	91
5.2. Swap Sözleşmelerin Türkiye'deki Gelişimi.....	97
5.3. Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Türkiye'deki Gelişimi.....	100
5.4. Türev Araç Piyasaları Konusunda Yapılan Çalışmalar.....	102

5.5. Vadeli İşlemler Piyasasının Kuruluşu.....	104
5.6. Piyasalarda TCMB'nin Rolü.....	113

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	115
KAYNAKÇA.....	124
EKLER.....	132
EK 1. Türev Araçların 1970'ler sonrası Tarihsel Gelişimi.....	132
EK 2. Dünyadaki Türev Ürün Borsaları, Ülkelerde Gerçekleştirilen İşlem Türleri ve İlk Türev Ürünler.....	133
Ek 3. 1991-2001 Döneminde Türk Bankacılık Sistemi Türev İşlem Hacimleri.....	140

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1	Organize Borsalarda İşlem Gören Finansal Türev Ürünler.....20
Tablo 2	Tezgah Üstü Türev Ürün Piyasaları İşlem Hacmi.....23
Tablo 3	Türev Ürün Kullanımı Nedeniyle Zarar Eden Kuruluşlar.....56
Tablo 4	Bankalar ve Özel Finans Kurumlarının TL Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri (Ekim-Kasım-Aralık 2002) 100
Tablo 5	İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında En Çok İşlem Yapan Üyeler.....107

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1	Organize Piyasalarda Finansal Türevlerin Gelişimi.....22
Grafik 2	Organize Piyasalarda Finansal Türevlerin Gelişimi (% Değişim)..22
Grafik 3	Tezgah Üstü Türev İşlemler–Ürün Çeşitleri.....24
Grafik 4	Tezgah Üstü Türev Piyasalar İşlem Hacmi.....25
Grafik 5	Tezgah Üstü Türev Piyasalarda İşlem Gören Döviz Cinsleri.....26

KISALTMA LİSTESİ

BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlements
BM&F	: Bolsa de Mercadorias & Futuros
BMSP	: Sao Paulo Commodities Exchange
CBOE	: Chicago Board of Options Exchange
CBOT	: Chicago Board of Trade
CME	: Chicago Merrchantile Exchange
COMEX	: Commodity Exchange Incorporated
CVM	: Brazilian Securities and Exchange Commission
DTB	: Deutsche Terminbörse
IBM	: International Business Machines
IMM	: International Money Market
İZTB	: İzmir Ticaret Borsası
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISDA	: International Swaps and Derivatives Association
İZVOB	: İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası
KOFEX	: Korea Futures Exchange
KSE	: Korea Stock Exchange
LIFFE	: London International Financial Futures Exchange
MATIF	: Marche A Terme d'Instruments Financiers

MEXDER	: Mercado Mexicano de Derivados
MSE	: Mexican Stock Exchange
NYM	: New York Merchantile Exchange
NYSE	: New York Stock Exchange
OTC	: Over-the-Counter (Tezgahüstü)
SIMEX	: Singapore International Monetary Exchange
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
EK 1 Türev Araçların 1970'ler sonrası Tarihsel Gelişimi.....	132
EK 2 Dünyadaki Türev Ürün Borsaları, Ülkelerde Gerçekleştirilen İşlem Türleri ve İlk Türev Ürünler	133
EK 3 1991-2001 Döneminde Türk Bankacılık Sistemi Türev İşlem Hacimleri.....	140

ÖZET

“Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları” başlığı altında hazırlanan bu çalışmada, dünyada 1980’lerden itibaren ortaya çıkan risk yönetimi anlayışı sonucu ilgi görmeye başlayan türev araç piyasalarının önemi, tarihi gelişimi, işleyiş esasları irdelenmiştir. Ayrıca, türev piyasaların finansal sistemin işleyişi içerisindeki rolü, ülke ekonomilerine olan etkileri ve merkez bankaları para politikaları açısından önemi belirlenmeye çalışılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde türev piyasaların nasıl işlediği ve ne gibi sorunlar yaşandığı araştırılmış, gelişmekte olan ülkelere Meksika, Brezilya ve Kore’nin türev piyasalara ilişkin deneyimlerine yer verilmiştir. Çalışmanın sonraki bölümü Türkiye’de türev piyasalara ilişkin gelişmelere ayrılmış, mevcut durum ve sorunlar incelenmiştir. Sonuç bölümünde ise, Türkiye’de türev piyasaların gelişebilmesi için gerekli olan makro ekonomik ve mikro ekonomik koşullar belirlenmeye çalışılmış ve öneriler sunulmuştur.

Çalışmada izlenen yöntem, genel olarak türev ürünler ve bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalara ilişkin veri taraması ağırlıklı olmuştur. Bu çerçevede, IMF, Dünya Bankası, ISDA, BIS gibi kuruluşlarca gerçekleştirilen anketler ve araştırma raporları kullanılan kaynakların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Türkiye’de vadeli işlem piyasalarının gelişimi incelenirken, İMKB, TOBB, TBB, SPK gibi kuruluşlarca türev piyasalar konusunda yapılan araştırma ve incelemelerden, hazırlanan raporlardan yararlanılmıştır. Ayrıca, türev ürün piyasalarının Türkiye’de işlerlik kazanması amacıyla ilgili kurumlarca çeşitli tarihlerde düzenlenmiş toplantı, seminer ve konferanslardan edinilen izlenimler çalışmanın derinleşmesine katkıda bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Türev Araç Piyasaları, Vadeli İşlemler, Risk Yönetimi.

ABSTRACT

This study, named "The Role of the Derivatives Markets in the Functioning of the Financial Markets; Works In Order to Improve the Functioning of the Derivatives Markets in Turkey", covers the functioning, the importance, the history of the derivatives markets that started to attract the attention of the financial authorities after the 1980's as a result of the emerging risk management understanding. In addition, the role of the derivatives markets in the functioning of the financial system, their influence on the economies and their impact on the monetary policies of the central banks were also examined. The study continues with the functioning of the derivatives markets in emerging market countries and the problems that arise in these economies. The Mexican, Brazilian and Korean derivatives markets are chosen as case studies. The next part of the study covers the development, the current situation and the problems of the derivatives markets in Turkey. The final part of the study tries to determine both the macroeconomic and the microeconomic conditions necessary to develop the derivatives markets in Turkey.

The study generally depended on data search method related to the types of derivatives and the derivatives markets. In this respect, the surveys conducted by institutions such as the IMF, the World Bank, the ISDA and the BIS, as well as their research reports constitute the most important part of the sources. The researches and studies done by institutions such as the Istanbul Stock Exchange, the Union of Chambers of Commerce, Industry, the Maritime Trade and Commodity Exchanges of Turkey, the Turkish Banking Association and the Capital Markets Board of Turkey were very helpful sources in analyzing the development of the derivatives markets in Turkey. In addition, the impressions of the meetings, the seminars and the conferences related to the development of the derivatives markets in Turkey contributed to concentrate on the subject.

Key words: Derivatives Markets, Forward Agreements, Risk Management

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Finansal piyasaların temel araçları 1960'ların başlarına kadar banka mevduatı, mevduat sertifikaları, senetler, tahviller ve hisse senetlerinden oluşmaktaydı. 1970'ler sonrasında döviz kurları ve faiz oranlarında ortaya çıkan fiyat dalgalanmaları, petrol krizini takiben bütün dünyada görülen enflasyon artışı; mevcut para, mal ve sermaye piyasası araçlarının geleceğe yönelik belirsizliklerin giderilmesinde ve istenilen risk/getiri profiline ulaşılmasında yetersiz kalmasına yol açmıştır. Bu dönemde, uluslararası finans piyasalarında müşterilerin yatırım finansmanı, risk yönetimi¹ gibi karmaşık ve rekabete yönelik çeşitli ihtiyaçlarına cevap vermek üzere türev araçlar ortaya çıkmıştır. Finans piyasalarında yatırımcıların karşılaştıkları güçlüklerin giderilmesi amacıyla başlayan finansal yenilikler akımı bugün de tüm hızıyla devam etmektedir.

Bireylerin ya da kuruluşların gelecekle ilgili yatırım kararları alırken karşılaştıkları en büyük risklerden biri olan gelecekte oluşacak mal fiyatlarını, faiz oranlarını ve döviz kurlarını tahmin etme güçlüğünden korunma çabalarının sonucu olarak geliştirilen türev ürünlere ve bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalara duyulan gereksinim, fiyatlardaki dalgalanma arttıkça daha fazlalaşmaktadır.

Türev araçlar öncelikle mal piyasalarında, daha sonra ise yaygın olarak finansal piyasalarda kullanılmaya başlanmıştır. Gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcılar bu araçları, alım-satım (trading) ve riskten

¹ Risk yönetimi, çeşitli problemlerin ortaya çıkardığı risklerin, belirli teknik ve yöntemler kullanılarak algılanması, maliyetlerin hesaplanması, riskin ne boyutta olduğunun tespit edilip bunun ne kadarının karşılanabileceğinin saptanması olarak tanımlanmaktadır. Dar anlamıyla risk yönetimi, karşılaşılabilecek risklerin azaltılması ve risklerden korunma yöntemleridir.

korunma (hedging)² amacının yanında gelecekteki fiyat hareketleri tahminlerinden yararlanarak kar elde etmek için gerçekleştirilen spekülâtif işlemlerde de kullanılmaktadır. Ayrıca, spot ve forward fiyatlar³ arasında ciddi farklar olması durumunda, yatırımcılar eşanlı olarak, fiyatların düşük olduğu piyasada alış, yüksek olduğu piyasada ise satış yaparak arbitraj⁴ imkanı bulabilmektedir. Riskten korunmak amacıyla türev piyasaları kullananların amacı faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi ve temel mal fiyatlarında görülen değişikliklerin doğurabileceği risklere karşı korunmadır. Türev ürün piyasalarında alınacak pozisyonların net kar/zarar pozisyonlarının, spot piyasalardaki varlık veya yükümlülüklerin değerinin aksi yönünde gelişmesiyle risk azaltılmış ya da önlenmiş olur. Spekülâtörler gelecekteki fiyat hareketlerinden kar elde etmek amacıyla, geleceğe ait tahminleri doğrultusunda işlem yaparlar. İşlem sonunda tahminlerinin doğru çıkması durumunda kar, yanlış çıkması durumunda ise zarar ederler. Türev piyasaları arbitraj amacıyla kullananlar ise, değişik piyasalardaki fiyat farklılıklarından yararlanarak risksiz kar elde etmeye çalışırlar.

Türev araçların değeri, mal ya da döviz, faiz, hisse senedi gibi bir finansal varlığın değerinden türetilmektedir. Türev araç sözleşmeleri ise, şarta bağlı hak sağlayan ve değeri temel aldığı değişkenin değerine bağlı olan sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Türev sözleşmeler; taraflara bugünden, gelecekte belirlenmiş bir tarihte, üzerinde uzlaşılan fiyattan, belli miktar ve kalitedeki malı, dövizini ya da menkul kıymeti alma ya da satma hak ve/veya yükümlülüğünü getirmektedirler. Sözleşme fiyatları belirlenirken sözleşmenin üzerine hazırlandığı ürün ya da değişkenin bugünkü değeri ile vade sonundaki değeri, piyasa faiz oranları ve taşıma maliyetleri gibi değişkenler dikkate alınmaktadır. Türev araç sözleşmeleri, hem şartların taraflar arasında serbestçe belirlenebildiği tezgah üstü (OTC) piyasalarda, hem de organize borsalarda işlem görmektedirler. Türev araç sözleşmelerinin

² Hedging gelecekteki faiz, fiyat, döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, karı en az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemlerini ifade eden genel bir terimdir. Uluslararası piyasalarda katılımcıların beklenen risk olasılıklarına karşı belirsizliği en aza indirmek için aldıkları önlemleri anlatmak için kullanılmaktadır.

³ Spot fiyat, bir varlığın işlem anında ya da alım satımın gerçekleştirildiği günden en çok iki işgünü sonrasında ödenen fiyatı; forward fiyat ise o varlığın iki işgünüden daha uzun vadeler sonunda ödenecek fiyatını belirtmektedir (Brigham ve diğerleri, 1999, s. 1039)

işlem gördüğü borsalara "türev ürün borsaları (derivatives exchange)" denilmektedir.

Türev araçları; forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyonlar ve swap sözleşmeler olmak üzere 4 ana başlık altında toplamak mümkündür.

Swap, faiz oranları ile döviz kurlarındaki değişimlerin yarattığı riskleri azaltmak, ülke, firma ve döviz bazında oluşabilecek dezavantajları asgariye indirmek amacıyla geliştirilen bir finansal tekniktir. Basit olarak swap, farklı karaktere sahip gelecekteki iki nakit akımının birbiriyle değiştirilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Forward işlemi, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya döviz, faiz, tahvil, bono gibi bir finansal varlığın, önceden belirlenmiş gelecekteki herhangi bir tarihte teslimini önceden hükme bağlayan bir sözleşmedir.

Futures, belli bir spot ürünün fiyatının bugünden sabitlenmesi suretiyle ileri bir tarihte teslim edilmesini ya da teslim alınmasını öngören sözleşmelerin satıldığı organize piyasalarda yapılan işlemlerdir. Diğer bir deyişle, futures sözleşmeler organize borsalarda gerçekleştirilen forward işlemleridir.

Latince bir terim olan **opsiyon** ise tercih, seçim anlamına gelmektedir. Genel olarak da bir varlığı (mal, döviz, hisse senedi, faiz...) belirli bir süre içerisinde, sabit bir fiyattan satın alma veya satma hakkı olarak tanımlanmaktadır. Opsiyon sözleşmesi sahibi belli bir prim karşılığında satın aldığı opsiyon sözleşmesini, belirlenen süre içinde veya sonunda kullanma hakkına sahiptir.

Türev araçların ülke ekonomileri üzerindeki etkileri ve özellikle de piyasalarda; fiyat oynaklığı, fiyat oluşum hızı, işlem hacmi ve alış/satış fiyat farkları üzerindeki etkileri yüzlerce araştırmaya konu olmuştur. Türev ürün kullanımına tereddütle yaklaşan çevrelere göre, türev piyasalar döviz kuru rejimlerini, özellikle sabit kur sistemine dayalı rejimleri istikrarsız hale

⁴ Arbitraj, aynı cins mal ya da finansal varlığın iki farklı piyasada farklı fiyatlardan eşanlı olarak alınıp satılmasıyla risksiz kar elde etme anlamına gelmektedir (Brigham ve diğerleri, 1999, s. 1009)

getirebilir, develüasyon etkilerini hızlandırıp derinleştirebilirler. Sağladıkları finansal kaldıraç mekanizması⁵ sayesinde ya da çeşitli düzenleyici kuralları farklı şekilde kullanma imkanı vererek sermaye riskini artırabilirler. Böylece, finansal piyasalardaki sistematik risk artarak diğer ülke finansal piyasalarına da bulaşabilir. Kriz ortamlarında ise, kriz sonrası dönemlerdeki politika uygulamalarını güçleştirebilirler. Yoğun türev ürün kullanımı; taraflar, yasa koyucular ve piyasa katılımcıları arasında şeffaflığı azaltabilir. Türev ürünler yasal ve verimli olmayan faaliyetlerde kullanılabilirler. Aşırı fiyat dalgalanmaları olması durumunda piyasa riskinin büyüklüğü, türev ürünlerin finansal sektör ya da tüm ekonomi üzerindeki etkilerinin boyutlarını değiştirebilmektedir.

Türev piyasaların ekonomi üzerinde olumlu etkileri olduğunu savunan çevreler ise, türev araçların, öngörülemeyen ekonomik gelişmeler karşısında oluşan döviz kuru ve fiyat risklerine karşı kurumsal ve bireysel yatırımcılara kısmen ya da tamamen korunma imkanı sağlayarak finansal sistemin temel görevlerinden biri olan risk yönetimini daha kolay ve ucuz hale getirdiklerini savunmaktadırlar. Ayrıca, türev araçlar gelecekteki fiyatları öngörülebilir hale getirerek istikrarlı bir piyasa dengesinin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Finansal sistemin temel görevi, gelecekle ilgili belirsizliklerin yarattığı risk karşısında, ekonomik kaynakların etkin bir şekilde dağılımını ve kullanımını sağlayarak ekonomik kalkınmaya yardımcı olmaktır. Dolayısıyla, finansal sistemin işleyişinde etkinliği artırabilecek bir finansal yeniliğin ekonomik bir katma değer oluşturacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Yeni bir finansal ürünün sistemin işleyişini iyileştirebilmesi için piyasaları tamamlayıcı olması, işlem maliyetlerini azaltırken likiditeyi⁶ artırması, bilgi dağılımındaki dengesizliği ortadan kaldırması gerekmektedir. Bu koşulları sağlayabilen yeni ürünler, aynı zamanda gerçek ve kalıcı yenilikler olacaklardır.

⁵ Finansal kaldıraç, bir kuruluşun finansman kaynağı olarak tercih ettiği borçlanmanın derecesini göstermektedir. Türev piyasalarda söz konusu olan finansal kaldıraç mekanizması ile ilgili açıklamalara sonraki bölümlerde yer verilmiştir.

⁶ Finansal literatürde likidite tanımı olarak alım-satım marjı (spread) kullanılmaktadır. Bu marjın daralması likiditenin yükselmesi, marjın genişlemesi likiditenin azalması anlamına gelmektedir (Aydoğan,1998, s. 17).

Türev ürünlerin ve bu ürünlerin işlem gördükleri piyasaların;

- Piyasa riskinden korunma,
- Sermaye piyasalarını tamamlama,
- İşlem ve işletme maliyetlerini azaltma,
- Sermaye akışlarını kolaylaştırma,
- Firma değerinin artırılması,
- Fiyat sinyallerinin etkinliğinin artırılması,
- Bankacılık sisteminin karlılığının artırılması

gibi fonksiyonlarından dolayı ekonomik etkinliği artırdığı düşünülmektedir. Ancak, bu fonksiyonlar diğer finansal varlıklarca da sağlanabilecek fonksiyonlardır. Türev araçların gerçek fonksiyonu, değerlerini üzerine yazıldıkları varlıkların fiyatlarında görülen değişikliklerden almalarıdır. Varlıkların fiyat değişkenlikleri varlığın kendisi açısından bir risk unsuru oluştururken, o varlık üzerine yazılan türev ürün için bir getiri unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Türev ürünler ekonomik birimlere fiyat ve oranları bugünden sabitleyip gelecekte olabilecek ters hareketlere karşı güvence sağlamaktadır. Böylelikle kuruluşlar asıl işleri üzerinde yoğunlaşabilmektedir. Ayrıca, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, türev ürünler banka kredileri, hisse senetleri, bonolar ve doğrudan yabancı yatırımlar gibi geleneksel sermaye araçlarının taşıdıkları riskleri dağıtıp, risk kaynaklarının daha etkin bir şekilde yeniden paylaşılmasını sağlayarak sermaye akışlarını kolaylaştırmaktadır.

Bugün, hemen hemen hiçbir finansal yönetici türev ürünleri göz ardı etmemektedir. Gerek finansal, gerek reel sektör kuruluşları türev ürün piyasalarını kullanarak daha iyi finansal koşullar sağlayabilmekte, riskte olan nakit pozisyonun tersi bir vadeli işlemle riski bütünüyle kontrol altına alabilmektedir. Türev piyasalar kullanılarak daha iyi finansal koşullar sağlayabilmek iki yolla mümkün olmaktadır. Birincisi, türev ürünler kullanılarak daha iyi borçlanma koşulları elde edilebilir. Örneğin, türev ürünleri de içeren sentetik bir ürün yaratılarak eldeki fon daha iyi koşullarla

değerlendirilebilir ya da daha düşük maliyetle ödünç fon sağlanabilir. İkincisi, hedging sayesinde riskin azaltılması kredi değerliliğini yükseltebilir, böylelikle bankalardan daha iyi koşullarda finansman sağlanabilir. Türev piyasalardaki işlem maliyetleri⁷ spot piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin maliyetlerine oranla daha düşüktür. Ayrıca, türev piyasalarda kısa pozisyon almak (açığa satış)⁸, borçlanma maliyetlerinin yüksek olduğu ve piyasa düzenleyicileri tarafından kısıtlamaların getirildiği spot piyasalara göre daha kolaydır.

Bankalar varlıklarından elde ettikleri faiz ile yükümlülükleri dolayısıyla ödedikleri faizler arasındaki farklılıklar dolayısıyla kar etmektedirler. Ancak, son zamanlarda bankaların yükümlülükleri, daha kısa vadeli araçlara dayandığından faizlerde oluşan oynamalara karşı daha duyarlı hale gelmişler, mevduat ve kredi faizleri arası spread'in daralması banka karlılığını olumsuz yönde etkilemeye başlamıştır. Türev ürünler bu çerçevede, bankalara karlarını artırmak için yeni bir yatırım kaynağı sağlamaktadır. Bankalar, türev araçları kullanarak aktif/pasif ve portföy yönetiminde daha başarılı olabilmekte; bir yandan portföylerinin değerini korurken, diğer taraftan da portföy yapısını ihtiyaçları doğrultusunda değiştirebilmektedir. Türev ürünler kullanılarak işlemler yeniden yapılandırılabilir. Pozisyonlar bilanço dışına çekilebilmekte, değişken faiz oranları sabit faizlere dönüştürülebilmektedir.

Türev araçlar aynı zamanda piyasaya likidite sağlamaktadır; yatırımcılar istedikleri nakit akımını elde ederken, borçlanan taraf daha ucuz finansman olanağı sağlayabilmektedir. Türev araçlar bu fonksiyonu ile yatırımların zamanlaması konusunda daha etkin bir kontrol mekanizması yaratmaktadır. Finansal kuruluşlar, türev araçları kullanarak müşterilerin değişik ihtiyaçları doğrultusunda hizmet verebilmektedir. Firmalar, türev araçlarla işletme sermayelerini temin ve muhafaza edebilirken, geleceğe yönelik kararları daha kolay alabilmektedir. Türev araç piyasaları firmalara ithalat ve ihracat bazlı pek çok malın fiyatını döviz kuru dalgalanmalarından

⁷ Türev işlem maliyetleri olarak komisyon, borsa payı, alım-satım aralığı, başlangıç ve sürdürme teminat tutarlarının fırsat maliyeti ve vergileri saymak mümkündür (Doğru, 2001, s. 10).

⁸ Açığa satış, yatırımcının sahip olmadığı ancak bir broker aracılığıyla ödünç aldığı hisseleri satıp daha sonra yeniden satın alarak ödünç aldığı hisselerin yerine koymasını ifade etmektedir. Eğer ilk satış fiyatı, yeniden satın alındığı zamanki fiyattan yüksekse kar etmek mümkündür (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 309).

koruyarak sabitleme olanağı da sağlamaktadır. Özetle, türev ürünler firmalara karşılaştıkları riskleri çeşitli parçalara ayırarak, tek tek yönetebilme imkanı sağlamakta ve etkin bir risk yönetimi, firma değerinin artırılmasına katkıda bulunmaktadır.

Yukarıda da değinildiği üzere, türev araçların yatırımcılar, firmalar ve piyasalar üzerinde olumlu etkileri vardır. Türev araçlar risk yönetimi ve kontrolünde başka araçlarla mümkün olmayan bir şekilde yarar sağlayan araçlardır. Bu araçların işlem gördükleri piyasalar ise, finansal sistemin etkinliğini artırarak reel ekonomiye katkıda bulunmaktadır. Türev piyasaların son yıllarda, dünyanın pek çok yerindeki hızlı gelişimi, yaptıkları olumlu katkının kanıtı olmaya yeterlidir. Türev araçlar ve piyasalar finansal sistemin işleyişini kolaylaştırıcı nitelikte olduklarından uzun süre hayatta kalmışlar ve hızla yaygınlaşmışlardır. Türev piyasalar, aynı zamanda dünyadaki pek çok piyasayı birbirine bağlamakta, böylelikle de piyasaların etkinliğini ve likiditesini artırmaktadır.

Risk yönetimi yapan firma finans yöneticileri, fon yöneten kuruluşlar, KİT'ler, bankalar ve bireysel yatırımcılar gibi pek çok kesime yeni finansal olanaklar sunma kapasitesine sahip bu araçların işlem gördüğü organize piyasaların Türkiye'de de oluşturulmasını ve işleyişini teminen yapılan çalışmalar önem kazanmaktadır. Ocak 1980'den itibaren ortaya çıkan liberal ekonomi politikaları Türk finansal sisteminde yeni finansal araçları uygulamaya koymuş, türev ürünler bu dönemden itibaren ilgi görmeye başlamıştır. Ancak, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar, bu ürünlerin işlem göreceği piyasaların gelişimini sürekli engellemiş, piyasaların kuruluşu ve gelişimi için gerekli olan makro ve mikro ekonomik önkoşullar tam anlamıyla gerçekleşemediğinden Türkiye'de türev araç kullanımı yaygınlaşmamıştır. Şubat 2001 itibariyle geçilmiş bulunulan dalgalı döviz kuru rejimi sonucu ortaya çıkan döviz kuru dalgalanmalarından korunma ihtiyacı bu piyasaların gelişimi yolunda yapılacak çalışmalarını yeniden finansal sistem gündemine getirmiştir.

Türkiye'de türev piyasalar konusunda bugün itibariyle gelinen en son nokta, döviz kuru rejimi değişikliğini takiben İMKB bünyesinde, döviz üzerine yazılmış futures sözleşmelerinin işlem gördüğü "Vadeli İşlemler Piyasası"nın

faaliyete başlaması ile mal piyasalarında vadeli işlem yapılması olanağını getiren "İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası"nın kurulması olmuştur. Vadeli İşlemler Piyasası kurulmuş olmasına rağmen, işleyişe yönelik sorunlar nedeniyle etkin bir şekilde çalışmamaktadır. İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ise, henüz faaliyete geçmemiştir. Bu zamana kadar atılan adımlar ve gelinen nokta üzerindeki incelemenin, piyasaların gelişebilmesi için gelecekte yapılması gerekenlere ışık tutacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, Türkiye gibi gelişmekte olan ve bu piyasaları kurabilmiş ülke deneyimleri de aydınlatıcı olacaktır.

Çalışma çerçevesinde cevaplandırılması öngörülen sorular şunlardır:

1. Türev araç piyasalarının önemi ve işleyiş esasları nelerdir?
2. Türev araç piyasalarının finansal sistem içindeki rolü ve ülke ekonomilerine olan etkileri nelerdir?
3. Türkiye ile benzer ekonomik yapıya sahip, gelişmekte olan ülkelerde bu piyasalar faaliyette midir? Bu ülkelerin deneyimleri, hangi yönleriyle Türkiye'de bu piyasaların gelişimine katkıda bulunabilecektir?
4. Türkiye'de bu piyasalara geçiş sürecini gerçekleştirmek üzere atılan adımlar ve gelecekte yapılması gerekenler nelerdir?

Araştırmada izlenen yöntem, genel olarak türev ürünler ve bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalara ilişkin veri taraması ağırlıklı olmuştur. Bu çerçevede, IMF, Dünya Bankası, ISDA, BIS gibi kuruluşlarca hazırlanan anketler, araştırma raporları ve incelemeler kullanılan kaynakların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Türkiye'de vadeli işlem piyasalarının gelişimi incelenirken, İMKB, TOBB, TBB, SPK gibi kuruluşlarca türev piyasalar konusunda yapılan araştırma ve incelemelerden, hazırlanan raporlardan yararlanılmıştır. Ayrıca, türev ürün piyasalarının Türkiye'de işlerlik kazanması amacıyla ilgili kurumlarca çeşitli tarihlerde düzenlenmiş toplantı, seminer ve konferanslardan edinilen izlenimler, özellikle de Vadeli İşlemler Çalışma Komitesi⁹ toplantıları sonucu kaydedilen ilerlemeler çalışmanın derinleşmesine katkıda bulunmuştur.

⁹ Vadeli İşlemler Çalışma Komitesine ilişkin bilgi sonraki bölümlerde aktarılacaktır.

Türkiye'de vadeli işlemlere ilişkin terminolojide bir karışıklık söz konusudur. Vadeli işlem zaman zaman forward işlemleri, zaman zaman da futures işlemleri belirtmek için kullanılmaktadır. Bu karışıklığı önleyebilmek amacıyla, çalışmada “vadeli işlem” türev araçlarla gerçekleştirilen bütün işlemler için kullanılmış, türev araç çeşitleri ise orjinal isimleri olan forward, futures, swap ve opsiyon olarak yer almıştır. Ayrıca, “türev ürün” ve “türev araç” kalıpları anlatımda akıcılığı sağlamak amacıyla birbirlerinin yerine, ancak aynı anlamda kullanılmaktadır.

Çalışmanın girişi takip eden ikinci bölümünde, türev araç piyasalarının ortaya çıkma nedenleri, dünyadaki türev araç piyasalarının işleyiş esasları ve bu piyasalarda kullanılan belli başlı türev ürünler ile ürünlerin aralarındaki benzerlik ve farklılıklara ilişkin bilgiler aktarılmaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümünde, türev araçların finansal sisteme olan etkileri; taşıdıkları riskler, finansal kriz dönemlerinde yükledikleri işlevler, spot ve türev piyasalar arasındaki ilişki, türev piyasaların merkez bankalarının para politikaları açısından önemi başlıkları altında incelenmektedir. Dördüncü bölümde, gelişmekte olan ülkelerdeki türev piyasa gelişimleri ile örnek ülkeler olarak Meksika, Brezilya ve Kore deneyimleri yer almaktadır. Beşinci bölümde, Türkiye'de türev araçların kullanım alanları, türev araç piyasalarının kurulması ve geliştirilebilmesi konusunda yapılan çalışmalar, İMKB bünyesinde Ağustos 2001 tarihinde kurulmuş bulunan piyasanın işleyiş esasları ile işleyişe engel olan sorunlar ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası konuları irdelenmiş, Merkez Bankası'nın bu piyasalardaki rolü değerlendirilmiştir. Altıncı ve son bölümde ise, yapılan inceleme sonucu elde edilebilen bulgulardan hareketle, Türkiye'de türev araç piyasalarına etkinlik kazandırılabilmesine yönelik öneriler sunulmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜREV ARAÇ PİYASALARI

2.1. Türev Araç Piyasalarının Tarihsel Gelişimi

Sanayi devrimi sonucu ortaya çıkan dış ticaret teorileri, ülkelerin hangi malların ticaretini yapacağı ve bu ticarete uygulanacak değişim oranları konusunda yoğunlaşmıştır. Altın standardının geçerli olduğu dönemde, bir ülke parasının değeri, içerdiği altın miktarı ile belirlendiğinden paraların birbiriyle değişim oranları büyük hareketler göstermemiş, dolayısıyla, söz konusu yıllarda, döviz kuru, karar alıcılar için bir risk unsuru teşkil etmemiştir.

1944 tarihli Bretton Woods Konferansı, dünya piyasalarına sabit ya da belirli bir bant dahilinde dalgalanmaya bırakılan döviz kurlarına dayalı, istikrarlı ve öngörülebilir bir pariteler sistemi getirmiştir. Bu sistem ile Doların değerinin altına¹⁰, diğer para birimlerinin de belli formüllerle Dolara bağlanması öngörülmüştür. Ancak, parasal sistemin hızla gelişen ekonomilerin ihtiyaçlarını karşılayamaması sonucu, II. Dünya Savaşından beri kullanılan bu sabit kur sistemi 1972'de çökmüştür¹¹. Bu tarihten itibaren, ülke paralarının değişim oranları piyasa koşulları altında serbestçe belirlenmeye başlamıştır. Yine bu dönemde, Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan enflasyon artışının yol açtığı döviz kuru ve faiz oranları dalgalanmaları günümüz finans piyasalarında da etkisini sürdürmektedir. Sermayenin çok çabuk ve çok kolay yer değiştirdiği ve uluslararası ticaretin bir hayli arttığı günümüzde, hem söz konusu istikrarsızlıkların yol açtığı

¹⁰ 1 ons Altın=35 USD (Paranın Tanımı ve Fonsiyonları, Döviz Piyasaları. <http://thelibrary.4t.com/pro1.html>. 11.10.2002).

¹¹ 1960'lı yılların başlarından itibaren ABD ve İngiltere'nin büyüyen dış ticaret açıkları, uluslararası ödemeler sisteminde dengesizlikler doğurmaya başlamış, Bretton Woods Anlaşmasına göre belirlenen sabit parite sisteminin yetersiz kalması sonucu birbirini takip eden parasal krizler yaşanmış ve 1960-1970 yılları arasında pek çok para önemli ölçüde devalüe ya da revalüe edilmiştir (Paranın Tanımı ve Fonsiyonları, Döviz Piyasaları. <http://thelibrary.4t.com/pro1.html>. 11.10.2002).

belirsizliği mümkün olduğunca ortadan kaldırmak, hem de doğan fırsatları değerlendirmek için yeni finansal araçlar ve yeni stratejiler s¼rekli olarak geliştirilmektedir. 1970'ler sonrası ortaya çıkan ve özellikle 1980'li yılların başından itibaren giderek artan bir ¼neme sahip olan risk y¼netimi anlayışı ile belirsizliği ayırt edilebilir ve ¼lülebilir risk haline d¼n¼řt¼rme ihtiyacını karşılayan finansal t¼rev araçlar bu çabaların bir ¼r¼n¼d¼r (Shapiro, 1998. s. 16).

Yakın bir tarihte ortaya çıkmış olmalarına rağmen, gerçekte, tarih boyunca t¼rev araçların kullanımına rastlanılmaktadır. İlk t¼rev s¼zleřmeler M.Ö. 1750 yılında, Mezopotamya'da kil tabletlere yazılmışlardır (Dodd, 2002, s. 1). Kayıtlardaki ilk vadeli işlem s¼zleřmeleri Eski Yunan'daki Milet'li filozof Thales'in kışın, bahardaki zeytin hasılatı için yağhaneler ¼zerine yaptığı ve g¼n¼m¼zdeki alım opsiyonlarına benzeyen pazarlıklardır. Bilinen bu en eski opsiyon s¼zleřmeleri Aristo'nun eserlerinde¹² de yer almaktadır (Erdoğan ve Kayacan, 1999, s. 26).

Forward s¼zleřmeler, ilk olarak 12. y¼zyılda panayırılarda gerçekleştirilmiştir. Forward s¼zleřmelerin yapıldığı ilk borsa ise, Londra'daki Kraliyet Borsası (Royal Exchange) olmuştur. Bilinen ilk resmi forward s¼zleřme 13 Mart 1851 tarihli Haziran teslimi 3000 bushel (yaklaşık 10.5 ton) mısır s¼zleřmesidir (La Plante, 1986, s. 9).

17. y¼zyılda, Hollanda ve İngiltere'de yarı organize borsalarda opsiyon s¼zleřmelerinin alınıp satıldığına ilişkin kanıtlar vardır. Opsiyonlar, o zamanki isimleriyle zaman pazarlığı işlemleri, bu tarihlerde Amsterdam'da lale piyasasında kullanılmıştır. Yine, 17. y¼zyılda Japonya'da Yodoya ve Dojima pirinç piyasalarında "pirinç biletleri" adıyla pirince dayalı futures s¼zleřmeleriyle işlemler yapılmaya bařlanmıřtır¹³.

19. y¼zyıla gelindiğinde Chigaco, Frankfurt ve Londra gibi şehirlerde d¼zenli t¼rev borsalar faaliyet g¼stermeye başlamıştır. Piyasa oyuncuları, tarih boyunca kullanılmış olan bu ¼r¼nlerin modern versiyonlarını s¼rekli

¹² Aristo, yaklaşık 2500 yıl ¼nce yazmış olduğu Politika adlı eserinde zeytinyağı ¼zerine yazılmış opsiyon s¼zleřmelerinden bahsetmektedir.

¹³ Japonya'daki pirince dayalı futures piyasası, satıcıları savaş ve k¼t¼ hava koşulları gibi etkilere korumak amacıyla geliştirilmiştir (Ozşahin, 1999, s. 6).

geliştirme ihtiyacı hissetmişler ve türev araç piyasaları zamanla dünyanın pek çok yerinde kurulmuştur (Özşahin, 1999, s. 6).

Türev araç sözleşmelerinin ABD'deki gelişimi, bu borsaların başlı başına modern çağlardaki tarihçesini oluşturmaktadır. 1800'lü yılların başında, Chicago şehrinin verimli tarlaları ve göller bölgesine yakın stratejik konumu tahıl ürünleri üretiminin ve ticaretin artmasına yol açmıştır. Artan üretim ve ticaret sonucunda, bu tarım ürünlerine ilişkin olarak ortaya çıkan gelecekte oluşacak arz/talep koşulları, taşıma ve depolama maliyetleri gibi sorunlar ise, vadeli işlemlerin ve piyasaların gelişimindeki mantıksal temeli oluşturmuştur. İlk organize türev araç piyasası 1848 yılında, 82 üyesi ile emtia üzerine vadeli sözleşmeler yapılması amacıyla kurulmuş olan Chicago Ticaret Odası (Chicago Board of Trade-CBOT)'dır. Günümüzde CBOT, dünyanın halen faaliyetini sürdüren en büyük futures borsasıdır. Borsalarda günümüzde gerçekleştirilen türev araç sözleşmelerine ilişkin ilk düzenlemelerin temelini oluşturan esaslar 1865'te CBOT tarafından belirlenmiştir. 1874 yılında yumurta, tereyağı, kümes hayvanları gibi ürünlerin işlem gördüğü Chicago Ürün Borsası (Chicago Product Board) kurulmuştur. Borsa daha sonraları Chicago Ticaret Borsası (Chicago Merchandise Exchange-CME) adını almıştır (Özşahin, 1999, s. 7).

Finansal varlık ve mal piyasalarında kullanılan opsiyonlar ise, 1973 yılında organize borsa olan Chicago Opsiyon Borsası Komisyonu (Chicago Board of Options Exchange-CBOE) kurulana kadar tezgah üstü piyasalarda işlem görmüşlerdir. 1975'lerden sonra, diğer borsalar da piyasaya opsiyon sözleşmeleri sunmuşlardır (Özşahin, 1999, s. 7).

Günümüzde, ABD'deki organize borsalarda pek çok ürün futures ve opsiyon işlemlerine konu olmaktadır. Başlıca borsalardan olan CBOT'ta soya fasulyesi ve hazine bonoları; New York Merchandise Exchange (NYM) bünyesinde ham petrol; CME'de domuz ürünleri ve hisse senetleri (S&P 500¹⁴); Commodity Exchange Incorporated (COMEX) bünyesinde ise değerli

¹⁴ S&P 500 hisse senedi endeksi, ABD'deki 500 firmanın toplam piyasa değerlerinin piyasa içindeki payları oranında ağırlıklandırılması yöntemiyle hesaplanmaktadır (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 53).

madenler üzerine yazılan türev ürünlerle işlem yapılmaktadır (Erol, 2001, s. 5).

Türev araçların 1970'ler sonrası gelişimini gösterir özet liste Ek 1'de sunulmaktadır.

Türev piyasaların varolması için temel koşul, piyasada konu olan mal ya da finansal varlık fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olmasıdır. Tarımsal mallar bu niteliği yansıttığı için ilk türev araç piyasaları bu alanda kurulmuştur. Fiyat değişkenlikleri, zamanla başka varlıkların da bu piyasalara konu olmasına yol açmıştır. Örneğin, döviz piyasalarında sabit kur sisteminin geçerli olduğu dönemlerde bu tip piyasalara gerek yoktur. Ancak, 1971 yılında dalgalı kur sistemine geçilmesi ile birlikte döviz fiyatlarındaki değişkenlik artmış ve risk transferi talebi ortaya çıkmıştır. Dövizle ilgili futures sözleşmeleri, 1972'de International Money Market-IMM¹⁵'te işlem görmeye başlamıştır. Yine aynı şekilde, bankaların mevduat ve kredilere uygulayacakları faiz oranlarının belli kurallara bağlı ve/veya sabit olduğu dönemlerde, faiz oranı riski söz konusu olmadığından faiz oranları üzerine yazılmış futures sözleşmelerine gereksinim duyulmamıştır. Bonolarla ilgili futures sözleşmelerine, özellikle ABD'de istikrarlı bir görünüm arz eden bono faizlerinin yükselen enflasyona bağlı olarak 1970'li yıllarda önemli düzeyde değişkenlik göstermeye başlaması sonucu gereksinim duyulmuş ve CBOT tarafından 1975 yılında bonolarla ilgili ilk futures sözleşmesi piyasaya sunulmuştur. Diğer bir futures türü olan, hisse senetleri endeksi üstüne yazılan sözleşmelere ise 1982'den itibaren başlanmıştır. 1970'li yıllarda yatırım fonları, sigorta şirketleri ve özel emeklilik fonları gibi büyük kurumsal yatırımcılar ABD hisse senedi piyasalarında çok yaygın ve büyük portföyler tutmuşlar ve uzun dönemli yatırımlara yönelmişlerdir. Bu tür yatırımcılar, yükümlülüklerinin vadesinden daha uzun vadeli aktiflere sahip olduklarından fiyatlardaki oynamalara karşı daha duyarlıdırlar. Endeks futures sözleşmeleri bu yatırımcıların ellerinde tutmakta oldukları portföyün karşı karşıya kaldığı fiyatların düşme riskini en aza indirme ihtiyacı sonucu ortaya çıkmışlardır. Yatırımcı, elinde tuttuğu portföyün değeri kadar endeks futures sözleşmesi

¹⁵ IMM dünyanın en önemli futures borsalarındandır. Bu borsada esas olarak döviz üzerine yazılmış sözleşmeler işlem görmektedir (Erol, 2001. s. 5).

sattığında birbirini telafi eden iki araç sahibi olmakta, portföy ve futures sözleşmelerinden oluşan bu pozisyon endeks fiyatlarının değişiminden hemen hemen hiç etkilenmemektedir (Erol, 2001, s. 182).

Finansal tarihin hiçbir döneminde, son yıllarda görülen hız ve yaygınlıkta bir yenilik süreci ve buna bağlı olarak dünyanın pek çok yerinde arka arkaya türev ürün piyasalarının açıldığı görülmemiştir. Finansal yeniliklerin ve özellikle türev piyasaların yaygınlaşmasında bilgisayar ve iletişim teknolojisinde görülen hızlı gelişme büyük ölçüde rol oynamıştır. Bugün, New York – Londra - Tokyo ekseninde 24 saat sürekli işlem yapılabilmektedir (Akgiray, 1998, s. 2).

Uluslararası finans piyasalarının küreselleşmesi, yatırımcıların aynı anda birden çok piyasada ve birden çok amaca yönelik işlem yapma zorunluluğunun ortaya çıkması, bunun yanısıra türev ürünlerin rekabet koşullarına ve özel ihtiyaçlara cevap verme, likidite ile esneklik sağlama konularındaki başarısı ürün çeşitliliği ve kombinasyonlarının gelişimini hızlandırmış, türev araç piyasaları ortaya çıktıkları tarihlerden itibaren büyük bir gelişim göstermiştir. Değişen ekonomik koşullara en iyi tepki veren finansal araçlar türev ürünlerdir.

Kırım (1992), türev piyasalarda işlem hacminin giderek arttığını belirtmekte ve buna yol açan etkenleri sıralamaktadır. Kırım'a göre, bankalar giderek kredileri kısmakta ve türev piyasalarda faaliyetlerini artırmaktadır. Pek çok firma döviz ve faiz pozisyonlarını yönetmek için giderek daha fazla bu piyasaları kullanmaktadır (Kırım, 1992, s. 5).

Önceleri bu piyasalara bir hayli tutucu yaklaşan gelişmiş ülke emekli sandıkları da pozisyonlarında, türev araçlara giderek artan ölçüde yer vermektedirler¹⁶. Diğer taraftan, tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen türev araç işlemlerinin hacmi bir hayli artmış, farklı döviz cinsleri üzerine de bankalarca sözleşme yazılmaya başlanmıştır. Türev ürün piyasalarındaki bir

¹⁶ ABD'de, 1998 yılında, emekli fonları, okul ve üniversite döner sermayeleri ve özel kuruluşlardan oluşan kurumsal yatırımcıların 1997 yılı itibarıyla türev ürün kullanımını konu alan bir araştırmada, söz konusu yatırımcıların yaklaşık % 46'sının türev ürün kullanabildiği belirtilmektedir. Emekli fonları yöneticilerinin yaklaşık % 63'ü türev ürünlere yatırım yapabilirken, okul ve üniversitelerin % 38'i, özel kuruluşların ise % 28'i türev ürün kullanabilmektedir (Levich ve diğerleri, 1999, s. 1).

başka gelişme, organize borsalarda sigorta¹⁷, hava kirliliği (temiz hava)¹⁸ sözleşmeleri, elektrik türev ürünleri¹⁹, hava durumu türev ürünleri²⁰ ve kredi türev ürünleri²¹ gibi yeni ve ilginç türev ürünlerin kullanıma sunulması olmuştur. Bankalararası rekabet sonucu türev borsalarda futures ve opsiyon işlemleri için yatırılması gereken teminat tutarlarının giderek düşmesi de türev piyasaların hızlı gelişimine ve işlem hacminin artmasına yol açan etkenlerdendir.

Türev araç piyasalarını faiz, döviz, hisse senedi ve mal fiyatlarına endekli piyasalar olarak sınıflandırmak mümkündür. Faize bağlı türev piyasaların başlıca ürünlerini faiz swapları oluşturmaktadır. Amerikan Doları swap piyasası dünyada işlem gören swap piyasalarının en büyüğü ve en aktifi olmuştur. 1980'lerden sonra, Avrupa ve Asya Pasifik ülkelerinde de faize bağlı türev piyasaları gelişmeye başlamıştır. Faize bağlı türev araç piyasaları, genelde, büyük bankalar, kurumlar, sigorta şirketleri, hazineler ve uluslar üstü kurumların ilgisini çekmektedir.

Dövizle ilgili türev ürünler ise, mali ve ticari işlemlerde, yaygın olarak da ithalatçı ve ihracatçı firmalar tarafından kullanılmaktadır. Allayannis ve Ofek'in (1997), 1993 yılı itibariyle tüm S&P 500 firmalarında türev ürün kullanımını inceleyen çalışmasında, firmaların türev ürün kullanımı kararı almalarında ithalat ve ihracat rakamlarının önemli rol oynadığı ve döviz türevlerinin firmalarca sıklıkla kullanıldığı belirtilmektedir. Faize bağlı türev ürünler gibi döviz türevleri de dünyanın değişik yerlerindeki piyasaları birbirine bağlamaktadır. Döviz kurlarında özellikle ekonomik ve siyasi

¹⁷ Aralık 1992'den itibaren CBOT tarafından piyasaya sunulan sigorta futures sözleşmeleri sigorta şirketlerine işlerinin doğası gereği karşılaştıkları riskleri en aza indirme olanağı sağlamaktadır. Sözleşmeler belli bir dönemde birikmiş bulunan sigorta ödemeleri üzerine yazılmaktadır (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 59).

¹⁸ Hava kirliliği ya da temiz hava futures sözleşmeleri de CBOT tarafından geliştirilmiştir. ABD hükümetinin 1990 yılında kabul etmiş olduğu Temiz Hava Yasası gereğince firmalara verilen hava kirlileme permilerin ikincil piyasada el değiştirme fiyatlarının beklentisi üzerine yazılan bu sözleşmeler anlaşılmalı olan fiyat üzerinden, ileri bir tarihte belli bir miktardaki perminin teslimini öngörmektedir (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 61).

¹⁹ Genelde futures ve opsiyon sözleşmeleri olarak düzenlenen ve değerleri bir saatte kullanılan elektriğin kilowatt fiyatı üzerinden belirlenen elektrik türev ürünleri yoğun olarak elektrik kullanan kuruluşlar tarafından, üretici firmalar arasındaki rekabet sonucu artan elektrik fiyatları dalgalanmalarının yol açtığı fiyat riskini en aza indirmek amacıyla kullanılabilir (Wagley, 2000, s. 1).

²⁰ Hava durumu üzerine yazılan türev ürünlerin değeri belirli dönemler için geçerli olan hava koşullarına göre belirlenmektedir. Örneğin, bir Amerikan firması yaz döneminde sıcaklığın 80° F'in üzerine çıktığı her gün için ABD Doları 10.000.- tutarında ödeme yapmayı taahhüt eden bir sözleşme satın alabilmektedir (Wagley, 2000, s. 1).

²¹ Kredi türev ürünleri son yıllarda özellikle bankalar arasında gerçekleştirilen işlemler içerisinde önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Kredi değerliliğinin doğurabileceği riskleri en aza indirebilmek amacıyla kullanılmakta olan bu ürünler risk yönetimi yapan firmalar tarafından da kullanılmaya başlanmıştır (Boughey, 1998, s. 1).

belirsizlik ortamlarında görülen aşırı dalgalanmalar dövizle bağılı türev piyasaların yaygınlaşmasına neden olmuştur. Faize ve dövizle bağılı türev piyasalar yapısal ve fonksiyonel olarak birbirlerine benzer olduklarından her iki piyasanın genel prensipleri çoğunlukla aynıdır. Ancak, döviz piyasalarındaki fiyat hareketleri faiz oranları piyasalarında görülen hareketten daha fazla olduğundan dövizle bağılı türev araç piyasalarında işlem yapan yatırımcıların üstlendikleri riskler faize bağılı türev piyasalarda işlem yapan yatırımcıların aldığı risklere oranla daha yüksektir.

Hisse senetlerine bağılı türev ürünler, yatırımcılara hisse senetlerinden oluşan portföylerinin risk/getiri kriterini optimize etmeleri için gerekli olan uzun vadeli ürünleri ve uzun dönemli yatırım planlaması olanağını sunmaktadır. Günümüzde hisse senetleri türevleri likidite ve şeffaflık yönünden mevcut sermaye piyasası araçlarının likiditesine yaklaşmış durumdadır. Bu durum, piyasalarda rekabetin artmasına ve risk yönetiminde türev ürün kullanımının yatırımcılarca daha iyi anlaşılmasına neden olmuştur.

Mal türev piyasaları ise, bir yandan özellikle petrol ürünleri ile değerli ve baz metaller olmak üzere dünyada alım ve satımı yapılan malların fiyat hareketlerinden doğan riskten korunma imkanı sağlamakta, bir yandan da risk düzeyini kontrol ederek istenilen yüksek getiriyi elde etme olanağı sunmaktadır. Diğer türev ürün piyasalarında ihraç eden/borç alan, yatırımcı/borç veren ilişkisi söz konusuysa, mal fiyatlarına bağılı türev araçların kullanıcıları genelde üretici ve tüketicilerdir. Tabii ki, diğer piyasalarda olduğu gibi, mal türev piyasalarında da spekülasyonun varlığı piyasadaki işlem hacmini artırmakta ve piyasaya derinlik kazandırmaktadır. Pek çok mal türevi, mal fiyatlarının Amerikan Dolarına endekslenmiş olmasından dolayı kur riskinden korunmak amacıyla dövizle endeksli olarak piyasaya sunulmaktadır. Mal fiyatlarına bağılı türev araçlardan en fazla rağbet göreni uluslararası piyasalarda işlem gören gümüş, bakır, platin, şeker, kakao, kahve, petrol gibi mallar üzerine yazılan mal opsiyonlarıdır. Enflasyon oranları arttıkça ve mal fiyatları yükseldikçe mal üzerine yazılan opsiyonların işlem gördüğü piyasalara olan talep artmaktadır.

Türev ürün piyasaları kavram bazında ortak olmakla birlikte ulusal ve bölgesel düzeyde önemli ölçüde farklılıklar görülmektedir. En gelişmiş türev araç piyasaları Kuzey Amerika ve Avrupa'da yer almaktadır.

Kuzey Amerika, türev ürünlerin düzenli kullanıcılarının işlem yaptığı en geniş piyasadır. Bu piyasada hem bireysel ve kurumsal yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayabilmek için döviz ve faize dayalı türevler kullanılmakta, hem de profesyonel yatırımcı ve emekli fonları gibi kuruluşlarca hisse senedine bağlı türev ürünlere yatırım yapılmaktadır. Piyasalarda gelişmiş bilgisayar sistemleri kullanılmakta ve değişik müşteri ihtiyaçlarını karşılayacak pek çok türev ürün ve kombinasyonları piyasaya sunulmaktadır. Finansal sektörde gerçekleştirilen alt yapı değişiklikleri ve yasal düzenlemeler türev piyasalarının gelişimine olumlu katkıda bulunmuştur. Gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak kapsamlı muhasebe kuralları oluşturulmuş durumdadır. ABD türev piyasaları kadar olmasa bile, Kanada da bir hayli gelişmiş piyasalara sahiptir²² (Mivile, 1996, s. 67-71). Kanada Doları üzerine yazılan türev araçlar özellikle Avrupalı yatırımcılar tarafından ilgi görmektedir²³ (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992, s. 57-58).

Avrupa'daki türev araç piyasaları, Avrupa Ekonomik Birliği çerçevesinde oluşan mali ve politik hedeflere paralel bir yapılanma göstermektedir. Katılımcılar yerel piyasaların yanısıra topluluk içinde bütün sermaye piyasalarında türev işlem yapma eğilimindedir. Euro'ya geçiş öncesi dönemde gerçekleştirilen türev işlemlerde, işlem hacmi olarak Alman Markı birinci sırayı alırken, onu İsviçre Frangı ve İngiliz Sterlini izlemiştir. Türev ürünler özellikle kurumsal yatırımcıların fazla olduğu ülkelerde daha yoğun olarak kullanılmaktadır. Bölge ülkelerinin çoğunda türev ürün kullanımı konusunda bir kısıtlama bulunmamaktadır. Türev piyasalara ilişkin düzenlemeler hem yerli, hem de yabancı yatırımcılar göz önüne alınarak gerçekleştirilmekte ve ihtiyaçlar doğrultusunda güncelleştirilmektedir. Bu

²² Nisan 1995'te Kanada'daki türev piyasaları incelemek üzere gerçekleştirilmiş bir ankete göre, Kanada türev piyasalarında faiz oranı ve döviz türevlerinin bir hayli ilgi gördüğü, hisse senedi ve mal türevlerinin daha az kullanıldığı ve en yoğun kullanılan türev ürün çeşidinin swap ve forward işlemlerden oluştuğu ortaya çıkmıştır. Yine bu ankete göre, 1980'li yıllarla karşılaştırıldığında Kanada döviz piyasalarında, özellikle de türev piyasalarda artan bir büyüme göze çarpmaktadır (Mivile, 1996. s. 67-71).

²³ Avrupa'da Kanada Dolarının yatırım işlemlerinde popüler bir para birimi olarak kullanılması orta vadeli, sabit faizli fon temininde Avrupalı yatırımcılara iyi bir kaynak yaratmakta ve Kanada piyasalarına olan talebi artırmaktadır (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992. s. 57-58).

bölgedeki en aktif piyasalar, İngiltere (Londra) ve Almanya'daki²⁴ türev ürün piyasalarıdır. 1982 yılında kurulan LIFFE (London International Financial Futures Exchange) hem Avrupa'nın, hem de dünyanın önemli futures borsalarındandır. Euro'ya geçişle birlikte, türev piyasalardaki likidite daha çok futures sözleşmeler özellikle de Eurex²⁵ 'de işlem gören sözleşmeler üzerinde yoğunlaşmıştır. Euro'ya geçiş aşamasında, daha önceden gerçekleştirilmiş olan türev sözleşmelerin devamı ve bu konuya ilişkin olarak ortaya çıkabilecek yasal sorunlar gündeme gelmiş ve türev piyasalara konu olan finansal varlıklar için alınan önlemlerin benzerleri türev sözleşmeler için de getirilmeye çalışılmıştır.

Global türev piyasalarının gelişiminde, Asya Pasifik bölgesinde yer alan piyasaların, özellikle hisse senedine bağlı türev ürünlerin bu bölgedeki hızlı gelişiminin büyük etkisi olmuştur. İşlem gören hisse senedine bağlı türev ürünler daha çok senet ve tahvillere dayalı, özel risk yapısı gerektiren ürünlerin yaratılması amacıyla kullanılmaktadır. Bölge itibariyle en aktif türev piyasalar Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda, Singapur ve Hong Kong'ta bulunmaktadır. Bu bölge piyasaları içinde en önemli yeri Japon yeni üzerine düzenlenmiş sözleşmelerin işlem gördüğü piyasalar almaktadır²⁶. Bölgedeki diğer önemli piyasa ise, Avustralya Doları tahvil piyasasıdır²⁷. Asya Pasifik bölgesinde türev ürünlerin gelişimi yasal mevzuat ve muhasebe düzenlemelerine paralel olarak sürmektedir.

Dünyadaki belli ülkelerde faaliyet gösteren türev borsalarını, söz konusu ülkelerde gerçekleştirilen türev işlem çeşitlerini ve ilk türev işlem ürünlerini gösterir tablo Ek 2' de sunulmaktadır.

²⁴ 1980'li yılların sonunda Alman Merkez Bankası'nın Avrupa Para Politikası'nda yönlendirici olması ve aynı zamanda Almanya'nın birleşmesi yönünde atılan adımlarla birlikte mevcut tahvil piyasalarının artan likiditesi Alman Markı'na Euro öncesi dönemde liderlik pozisyonu vermiştir (Kırdaloğlu ve Saklar, 1999. s. 59)

²⁵ Dünyanın önde gelen uluslar arası türev piyasalarından biri olan EUREX, Aralık 1996'da Alman Borsası (Deutsche Börse AG) ve İsviçre Borsası tarafından yaratılmış ve DTB (Deutsche Terminbörse) ile SOFFEX (Swiss Options and Futures Exchange)'in türev piyasalarının birleşmesi sonucu Eylül 1998'den itibaren faaliyet göstermeye başlamıştır. İşlemlerin tamamıyla elektronik ortamda gerçekleştirildiği EUREX piyasasının mevcut durum itibariyle 17 değişik ülkeden 432 katılımcısı bulunmaktadır (http://www.eurexchange.com/entrance/hall/about_worldleading_en.html).

²⁶ Japon yeni piyasası, özellikle Japonya'nın büyük kurumsal yatırımcılarının yapısal yatırımlarına bağlı olarak büyük gelişim göstermektedir (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992, s. 58).

²⁷ Piyasa, yerel borç talep edenlerin uzun vadeli, sabit faizli fon ihtiyaçlarına cevap vermek amacıyla 1985'te faaliyet göstermeye başlamıştır. Türev ürünlerin de yardımıyla gelişen sermaye piyasalarında işlem görmekte olan Avustralya Doları zaman içinde özellikle Asya kurumsal yatırımcıları için yüksek getirili bir yatırım aracı olarak cazip hale gelmiştir (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992. s.58).

Türev ürünler konusunda kapsamlı ve güvenilir istatistiki bilgi toplanmasının gerekliliği pek çok ülke merkez bankası tarafından savunulmaktadır. Şubat 1995'de G-10 ülkeleri²⁸ merkez bankaları türev piyasalara ilişkin olarak kapsamlı bilgi ihtiyacını ortaya koyan raporlar (Promisel ve Brockmeijer Raporları) hazırlamışlardır (<http://www.bis.org>). Bu raporlarda, türev piyasaları kapsayan geniş bir anket yapılması ve daha verimli veri toplamak için bir sistem geliştirilmesi konusunda öneriler getirilmektedir. Raporlar sonrasında 26 ülke merkez bankaları ve parasal çevrelerinin ve Bank For International Settlements-BIS'in katılımıyla gerçekleştirilen çalışmalar sayesinde türev piyasalar konusunda daha önce ulaşılmaması mümkün olmayan pek çok veri kullanılabilir hale getirmiştir. Türev ürünlere ilişkin düzenli istatistiki bilgi toplanabilmesinin teminen bir çalışma grubu da oluşturulmuştur (Proposals for Improving Global Market Statistics, 1996, s.1-2).

BIS, Haziran 1998 tarihinden itibaren özellikle tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen türev işlem hacimlerine ilişkin anketler yapmaya ve 6 aylık ve daha ayrıntılı olarak 3 aylık bazda topladığı veriyi raporlamaktadır. Finansal piyasaların hızlı gelişimi çerçevesinde türev ürünlere ilişkin kapsamlı verilerin zamanında toplanması önem taşımaktadır. Söz konusu çalışmalar türev ürünler konusunda aydınlatıcı bilgiler sunmanın yanında uluslararası finansal piyasaların karşı karşıya olduğu çeşitli riskleri irdelemek açısından da faydalı bulgular sergilemektedir.

Dünyadaki türev işlem hacimlerini incelemek amacıyla BIS tarafından gerçekleştirilen anketler sonucunda oluşturulan 3 aylık ya da 6 aylık raporlardan yararlanılmıştır. BIS'in Aralık 2002 tarihli raporundan hareketle hazırlanan Tablo 1 organize borsalarda futures ve opsiyon sözleşmeleri ile gerçekleştirilen işlemler bölgeler bazında sunmaktadır.

²⁸ G-10 (Group of Ten) ekonomik, parasal ve finansal konularda işbirliği yapmak üzere 11 gelişmiş ülkenin (Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD) bir araya gelmesiyle oluşturulmuştur (<http://www.bis.org>).

**Tablo 1. Organize Borsalarda İşlem Gören Finansal Türev Ürünler
(Milyar ABD doları)**

Futures Sözleşmeler

	Aralık 1999	Aralık 2000	Aralık 2001	Eylül 2002
Bütün Piyasalar	8,305.7	8,359.5	9,672.6	10,687.7
Faiz Oranları	7,924.8	7,907.8	9,265.3	10,326.8
Döviz	36.7	74.4	65.6	37.6
Hisse Senedi	344.2	377.3	341.7	323.3
Kuzey Amerika	3,553.3	4,282.9	5,906.4	6,249.6
Faiz Oranları	3,358.4	4,052.8	5,696.5	6,057.2
Döviz	32.1	35.6	35.9	34.1
Hisse Senedi	162.8	194.5	174.0	158.3
Avrupa	2,380.0	2,322.8	2,444.9	3,118.5
Faiz Oranları	2,274.2	2,201.9	2,324.8	3,004.9
Döviz	0.6	0.3	0.1	0.2
Hisse Senedi	105.2	120.6	120.0	113.4
Asya Pasifik	2,160.6	1,502.7	1,240.7	1,225.6
Faiz Oranları	2,085.9	1,408.7	1,171.3	1,174.4
Döviz	1.1	34.6	24.1	1.2
Hisse Senedi	73.6	59.4	45.3	50.0
Diğer Piyasalar	212.0	250.9	80.5	94.1
Faiz Oranları	206.3	244.3	72.7	90.4
Döviz	3.0	3.9	5.4	2.1
Hisse Senedi	2.7	2.7	2.4	1.6

Opsiyonlar

	Aralık 1999	Aralık 2000	Aralık 2001	Eylül 2002
Bütün Piyasalar	5,300.0	5,918.5	14,125.4	17,930.0
Faiz Oranları	3,755.5	4,734.2	12,492.8	16,142.0
Döviz	22.4	21.4	27.4	30.9
Hisse Senedi	1,522.1	1,162.9	1,605.2	1,757.1
Kuzey Amerika	3,377.3	3,884.8	10,292.5	11,605.8
Faiz Oranları	2,259.4	3,116.9	9,220.2	10,404.0
Döviz	13.1	14.4	18.1	23.0
Hisse Senedi	1,104.8	753.5	1,054.2	1,178.8
Avrupa	1,644.3	2,322.8	3,734.5	6,216.6
Faiz Oranları	1,300.0	2,201.9	3,238.4	5,707.5
Döviz	0.5	0.3	0.1	0.3
Hisse Senedi	343.8	120.6	496.0	508.8
Asya Pasifik	240.7	1,502.7	68.5	79.2
Faiz Oranları	191.3	1,408.7	32.1	24.7
Döviz	0.1	34.6	-	-
Hisse Senedi	49.3	59.4	36.4	54.5
Diğer Piyasalar	37.7	250.9	30.7	28.2
Faiz Oranları	4.8	244.3	2.9	5.7
Döviz	8.7	3.9	9.2	7.6
Hisse Senedi	24.2	2.7	18.6	14.9

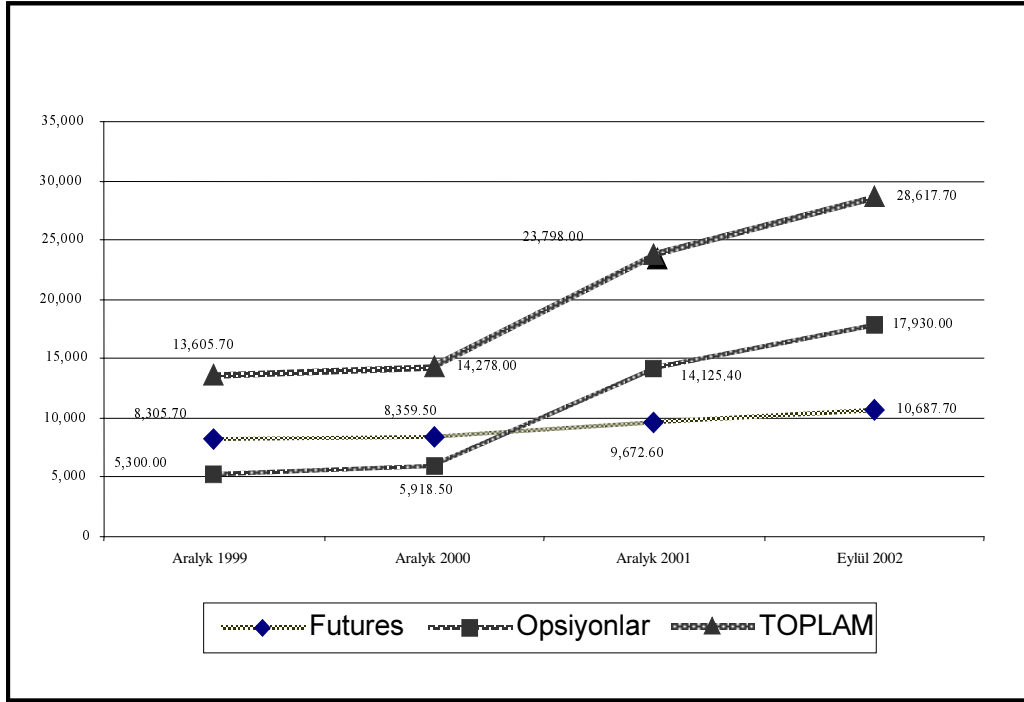
Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Tablo 1'den de anlaşılacağı üzere, Aralık 1999–Eylül 2002 döneminde, dünyadaki organize borsalarda işlem gören finansal türev ürünlerden opsiyon sözleşmeleri işlem hacimlerinde, futures sözleşmeleri işlem hacimlerine göre bir artış dikkati çekmektedir. Aralık 1999'da bütün piyasalarda işlem gören finansal türev ürünlerin % 61'i futures sözleşmeler iken, bu oran Aralık 2000'de % 59'a, Aralık 2001'de % 41'e ve Eylül 2002 itibariyle da %37'ye düşmüştür.

Bölgeler itibariyle incelediğimizde, organize borsalardaki finansal türev işlemlerin büyük bir çoğunluğu Kuzey Amerika ve Avrupa bölgesinde gerçekleştirilmektedir.

İşlemlerin ürün çeşidi bazında dağılımına baktığımızda ise, her iki sözleşme türünde de faiz oranı üzerine yazılan işlemlerin, her bölgede en yüksek işlem hacmine sahip olduğu görülmektedir. Hisse senedi üzerine yazılan futures ve opsiyon işlem hacimleri ikinci sırayı almaktadır. Bütün piyasalar göz önünde bulundurulduğunda, döviz üzerine yazılan futures ve opsiyon sözleşmeleri, hemen hemen her bölgede son sırayı alırken, döviz üzerine yazılmış finansal türev ürünlerde futures sözleşmelerinin opsiyon sözleşmelerine oranla daha fazla işlem gördüğü anlaşılmaktadır.

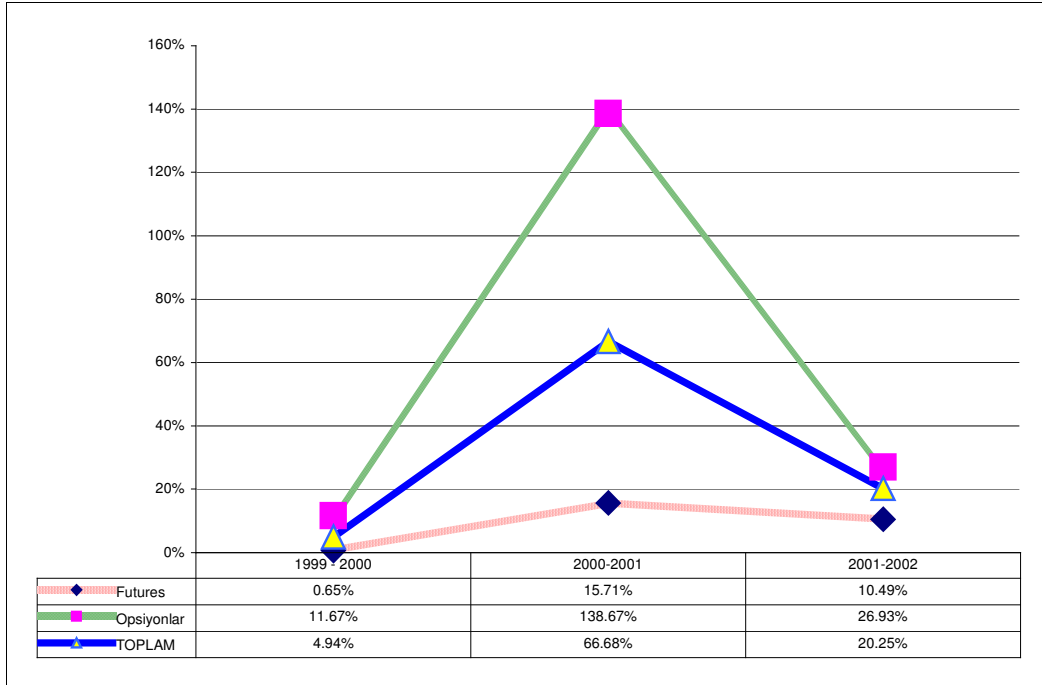
Tabloda kullanılan verilerden hareketle hazırlanan grafik ise (Grafik 1), dünyadaki tüm organize piyasalarda finansal türevlerin yıllar itibariyle gelişimini göstermektedir. Toplam işlem hacmi özellikle Aralık 2000 yılından sonra artış göstermektedir. Sözleşme türü bazında baktığımızda ise, Aralık 2000'den sonra opsiyon işlemlerinin bir hayli artmış olduğu görülmektedir. Eylül 2002'ye gelindiğinde, opsiyon sözleşmelerinin organize borsalardaki tüm finansal türev işlemler içerisindeki payı % 62.65' e ulaşmıştır.



Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Grafik 1. Organize Piyasalarda Finansal Türevlerin Gelişimi (Milyar ABD Doları)

Grafik 2, organize borsalarda gerçekleştirilen finansal türev işlemlerin bir önceki yıla göre yüzde değişimlerini göstermektedir.



Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Grafik 2. Organize Piyasalarda Finansal Türevlerin Gelişimi (% Değişim)

Dünyadaki tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen türev işlemler taraflar arası özel anlaşmalara bağlı olarak gerçekleştirilmekte ve yasalarla düzenlenmediğinden kontrol edilememektedir. Çoğu tezgah üstü işlem kayıt altına alınmadığından ve kamuya bütün detaylarıyla açıklanmadıklarından bu ürünlerle ilgili veri bulmak bir hayli zordur. Ayrıca, çoğu tezgah üstü türev işlemde teminat alınmamakta ve bilanço dışında gösterilmektedirler. Karmaşık yapıları bu ürünlerin denetimini zorlaştırmaktadır (Chapman,1996).

BIS tarafından yapılan araştırmalardan yararlanılarak hazırlanan ve tezgah üstü türev ürün piyasalarında 1998-2002 döneminde gerçekleştirilen yaklaşık işlem hacimlerini 6 aylık bazda göstermekte olan Tablo 2 aşağıda sunulmaktadır.

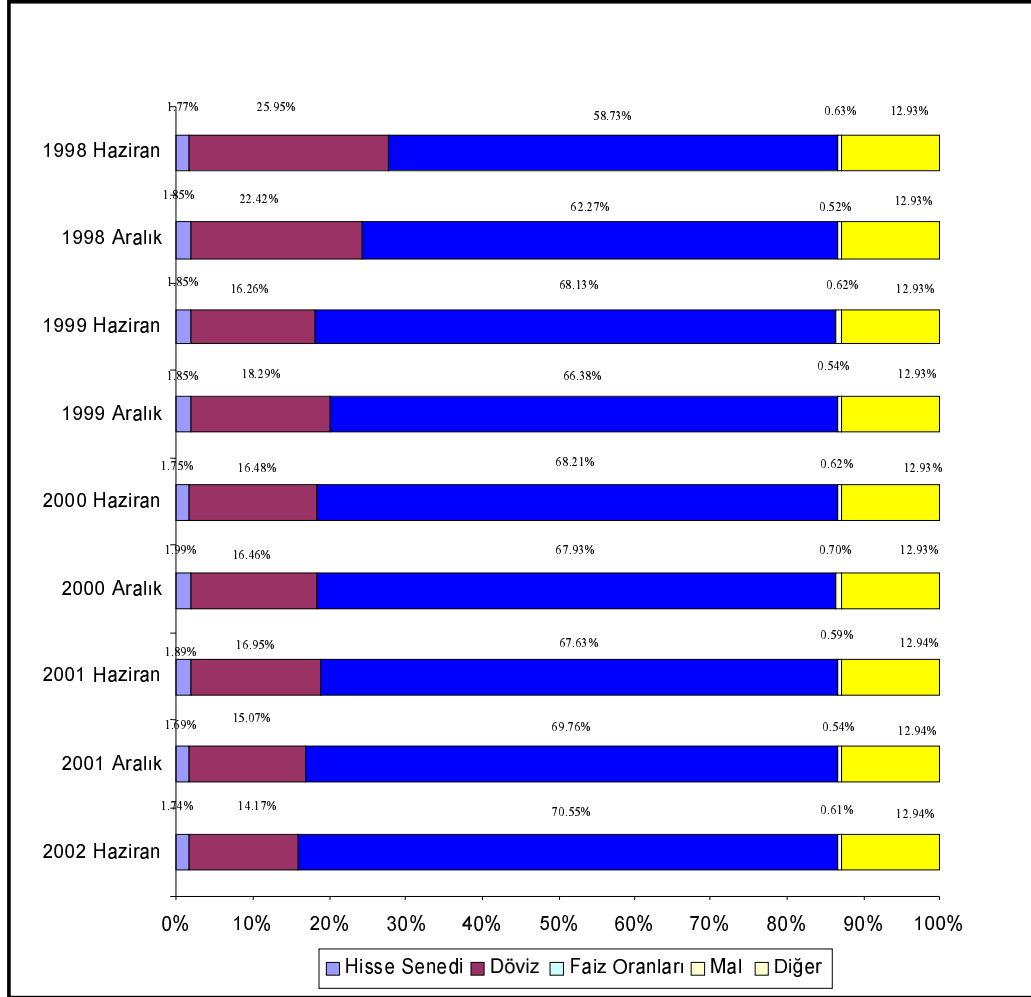
Tablo 2. Tezgah Üstü Türev Ürün Piyasaları İşlem Hacmi
(Nominal Tutar - Milyar ABD Doları)

	Hisse Senedi	Döviz	Faiz Oranı	Mal	Diğer	TOPLAM
2002 Haziran	2,214	18,075	89,995	777	16,503	127,564
2001 Aralık	1,881	16,748	77,513	598	14,375	111,115
2001 Haziran	2,039	20,434	75,890	674	12,906	111,943
2000 Aralık	1,891	15,666	64,668	662	12,313	95,200
2000 Haziran	1,671	15,494	64,125	584	12,163	94,037
1999 Aralık	1,809	14,344	60,091	548	11,408	88,200
1999 Haziran	1,511	14,899	54,072	441	10,536	81,459
1998 Aralık	1,488	18,011	50,015	415	10,388	80,317
1998 Haziran	1,274	18,719	42,368	451	9,331	72,143

Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Tablo 2' den görüldüğü üzere, 1998 Haziran tarihinden, 2002 Haziran'a gelindiğinde toplam işlem hacminde % 77 oranında bir artış gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki grafik söz konusu dönemler itibariyle tezgah üstü türev işlemlerin ürün çeşidi bazında dağılımını göstermektedir.

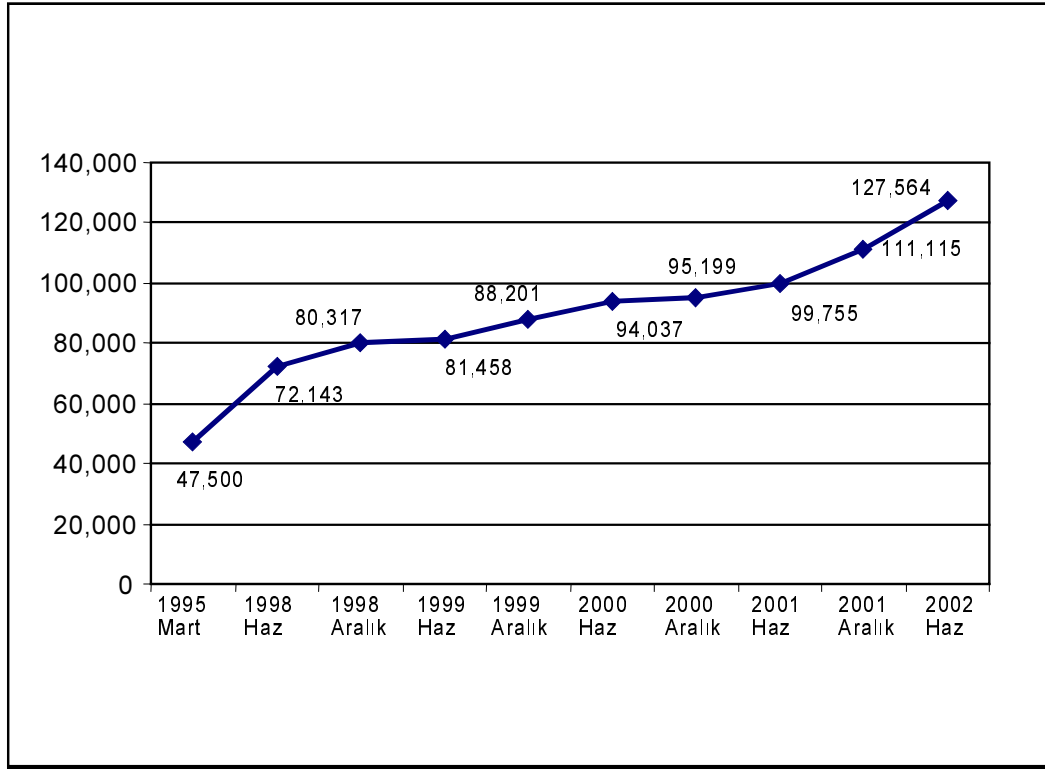


Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Grafik 3. Tezgah Üstü Türev İşlemler - Ürün Çeşitleri

Grafik 3' ten görüldüğü üzere, 1998 Haziran–2002 Haziran döneminde tezgah üstü türev piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin büyük bir çoğunluğu faiz oranları üzerine yazılmış türev sözleşmelerdir. İkinci sırayı döviz türevleri, üçüncü sırayı ise hisse senedi üzerine yazılan türev sözleşmeler almaktadır. Mal fiyatları üzerine yazılan sözleşmeler ise, söz konusu dönemlerde tezgah üstü piyasalarda en az işlem gören sözleşmeler olmuşlardır.

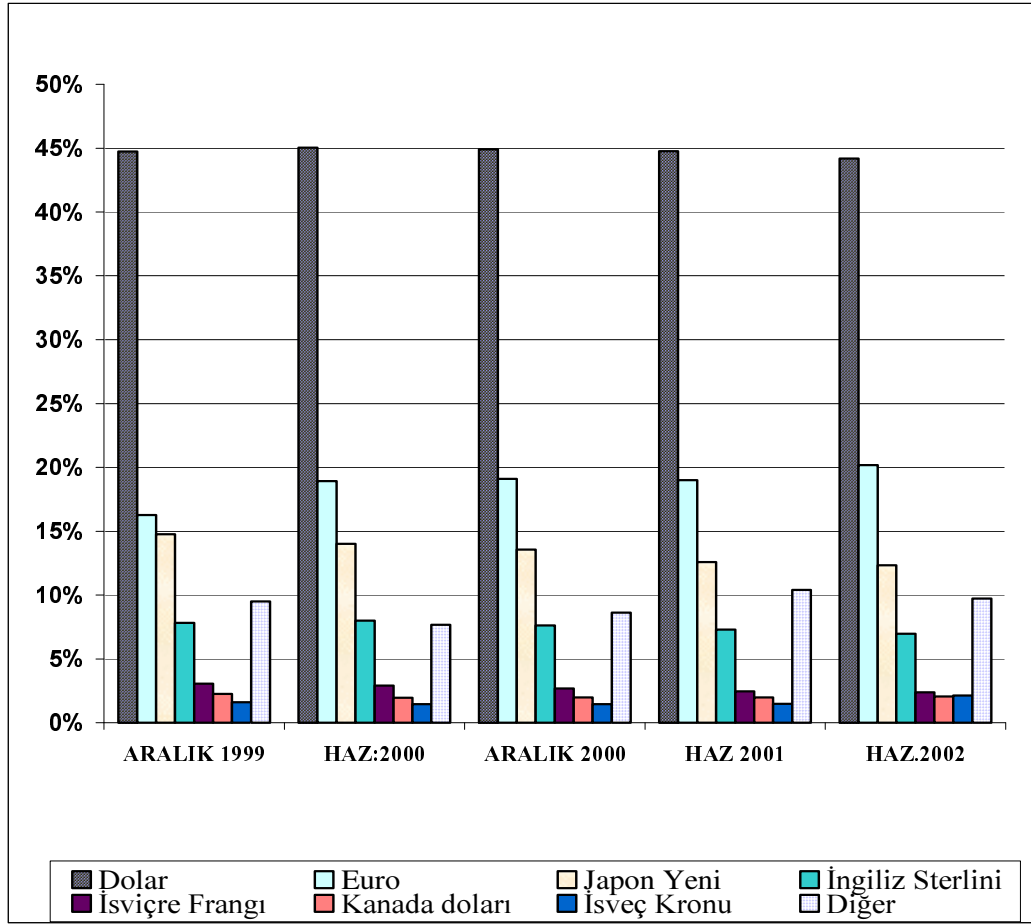
Grafik 4, tezgah üstü türev piyasalardaki işlem hacimlerinin gelişimini 1995-2002 dönemi itibariyle göstermektedir. İşlem hacimleri 2002 Haziran itibariyle 1995 Mart rakamlarına göre % 169 oranında artış göstermiştir.



Kaynak: BIS Quarterly Review, Derivatives Market, Aralık, 2002.

Grafik 4. Tezgah Üstü Türev Piyasalar İşlem Hacmi (Nominal Tutar- Milyar ABD Doları)

Grafik 5 ise, yine aynı dönem itibariyle tezgah üstü türev piyasalarda gerçekleştirilen döviz türev sözleşmelerinin döviz cinsi bazındaki dağılımını göstermektedir. ABD Doları, Euro ve Japon Yeni cinsinden türev sözleşmeler ilk 3 sırayı almaktadır. İngiliz Sterlini cinsinden düzenlenmiş sözleşmeler de önemli bir yer tutmaktadır. Haziran 2002 itibariyle Euro cinsinden türev sözleşmelerin işlem hacminde bir önceki döneme göre, diğer döviz cinsleri yüzde değişimlerine göre, daha fazla bir artış (%14) dikkati çekmektedir.



Kaynak:BIS Quarterly Review, Derivatives Market,,Aralık, 2002.

Grafik 5. Tezgah Üstü Türev Piyasalarda İşlem Gören Döviz Cinsleri

2.2. Türev Araç Çeşitleri

Piyasaların gelişmesiyle birlikte, türev ürünlerin değişik çeşitleri ve kombinasyonları müşteri ihtiyaçları doğrultusunda geliştirilmeye başlanmıştır. Anlaşılması ve hesaplanması bir hayli zor olan bu ürünler temelde forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyonlar ve swap sözleşmeler olarak sınıflandırılmaktadır. Tezgah üstü piyasalardaki işlemlerde karşılaşılabilen güven eksikliği, türev araçların işlem göreceği organize borsaların oluşturulmasına yol açmıştır. Organize borsalarda piyasaya sunulan sözleşmelerde vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri ilgili borsalar tarafından belirlenerek standartlaştırılmıştır. Standartlaştırmanın en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır.

Şartları önceden belirlenmiş sözleşmeler, işlemlerde hız ve kolaylık sağladıklarından çok daha fazla sayıda katılımcıyı piyasalara girmek konusunda özendirerek likiditeyi artırmaktadır.

Bu bölümde, genel sınıflandırmadan yola çıkılarak, türev araç sözleşmeleri ayrıntılı olarak aktarılmaya çalışılmıştır.

2.2.1. Forward Sözleşmeler

Forward sözleşmeler vadeli işlemlerin en basit biçimidir. Bir forward anlaşma, belli bir varlığı, belli bir tarihte, belli bir fiyattan alma/satma yükümlülüğü getirmektedir. Forward piyasasında mal ya da bir finansal varlık alım ve teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır. Yapılan sözleşme ile hem geleceğe dönük fiyat, hem de teslim edilecek miktar ve malın kalite özellikleri taraflar arasında saptanmaktadır. Anlaşma koşullarına uyulmaması halinde üçüncü bir tarafın ya da bir kurumun garantisi söz konusu değildir. Forward işlemlerde kredi riski yani anlaşmaya uymama riski her iki tarafta da mevcuttur. Taraflar, aralarında oluşabilecek bu tür uyuşmazlıkları, diğer ticaret sözleşmelerinde olduğu gibi, konuyla ilgili mahkemelerde çözümlenmektedir, ancak mahkeme kararlarının uzun zaman alabilmesi bu tür sözleşmelerin güvenilirlik derecesini sarsmaktadır.

Forward işlemlerin bir diğer özelliği, sözleşmedeki değer ancak vadede ortaya çıkması, sözleşme başlangıcında ve süresince herhangi bir ödeme yapılmamasıdır. Forward sözleşmelerin gelecekteki fiyatları; sözleşmeye konu olan varlığın bugünkü değeri, onu gelecekteki bir döneme taşımanın maliyeti ve onu elde tutmanın getirisi gibi unsurlar tarafından belirlenmektedir.

Ağırlıklı olarak döviz kurları ve faiz oranları üzerine yazılan forward sözleşmeler; gelecekle ilgili taahhütlerde, olası kur riskinin ve faiz oranları değişimlerinin yarattığı risklerin en aza indirgenmesi ve piyasada gelecekte oluşacak fiyat dalgalanmaları hakkında yeterli bilgi sahibi olunması amacıyla kullanılmaktadır.

Dövizin ulusal para ya da başka bir döviz cinsi karşılığında, gelecekte belirli bir süre sonra teslimi koşuluyla alım veya satımı için bugünden yapılan sözleşmeler, döviz forward işlemlerini oluşturmaktadırlar. Türev sözleşmeler öncelikle döviz üzerine yazılan forward sözleşmeler olarak kullanılmaya başlanmıştır (Siems, 1997, s. 3). Bu işlemlerde esas olan nokta, döviz alım veya satım işleminin bugünden yapılması, ancak teslim veya ödemenin sözleşmede kararlaştırılan bir kurdan, ilerideki bir tarihte gerçekleştirilmesidir. Bu işlemlere gerek duyulmasının başlıca nedeni, döviz kuru dalgalanmalarının yolaçtığı belirsizliktir. Forward piyasada yapılacak bir vadeli işlemin gelecekteki döviz kuru bugünden sabitleştirilmektedir.

Döviz forwardlarının dayandığı mantık Fisher paritesinden yola çıkan faiz oranları paritesidir. Fisher paritesine göre, iki ülke parası arasında, enflasyonu ve dolayısıyla faiz oranları daha yüksek olan ülkenin para birimi, diğer ülke para birimine göre değer yitirecek ve bu değer yitirmenin boyutları iki ülke faiz oranları arasındaki farkın bir fonksiyonu olarak ortaya çıkacaktır (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 130–131).

Finansal forward işlemlerde uygulanan kurlara forward fiyatlar adı verilir. Forward fiyatlar genellikle spot fiyatlardan farklılık göstermektedir. Ancak iki fiyat aynı da olabilmektedir. Forward işlemlerde fiyata, spot fiyatın üzerine swap point adı verilen oranların eklenmesi ya da çıkarılması ile ulaşılmaktadır. Ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları, bir yandan faiz arbitrajı doğururken, diğer yandan da spot kurlar ile forward kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Forward kuru aşağıda belirtilen formülle hesaplamak mümkündür:

$$\text{Forward Kur} = \text{Spot kur} * \frac{(1 + (\text{Ulusal para faizi} * \text{gün sayısı}/360))}{(1 + (\text{Yabancı ülke faizi} * \text{gün sayısı}/360))}$$

Spot kurlara oranla, forward kurların yaptığı prim veya iskonto, bu iki ülkenin faiz oranlarındaki farktan yararlanmak amacıyla, fonların bir ülkeden diğer ülkeye kayması sonucu ortaya çıkmaktadır. Primli forward fiyatı, ulusal faiz oranlarının yabancı ülke faiz oranlarından daha yüksek olması, iskontolu forward fiyatı ise, yabancı ülkedeki faiz oranının ulusal faiz oranlarından daha yüksek seviyelerde oluşması durumunda söz konusudur. Başka bir ifadeyle,

eğer bir para biriminin forward fiyatı spot fiyatından daha düşükse, o para birimi iskontoya uğrar, forward fiyat spot fiyattan yüksekse döviz prim yapar.

Forward primi hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$\text{Forward primi} = \frac{\text{Forward fiyat} - \text{Spot fiyat}}{\text{Spot fiyat}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

n (vadeye kalan ay sayısı)

Forward sözleşmesinin vadesinde oluşan fiyat, sözleşmenin fiyatından yüksekse sözleşme sahibi kar eder; eğer fiyat düşükse alışveriş daha yüksek olan sözleşme fiyatından yapılacağından, sözleşme sahibi zarar eder.

Forward fiyatlar 2 işgününden fazla olmak kaydıyla 1, 3, 6 ve 12 aylık süreler için ve spot piyasalarda olduğu gibi alış-satış kurları olarak kote edilirler. Ancak, 5 yıla kadar uzanan vadelerde, pek yaygın olmamakla birlikte, kotasyon bulunabilmektedir. Yine, pek yaygın olmamakla birlikte bu vadeler dışında, kırık vadede işlemlere de rastlanabilmektedir.

Faiz oranı forward işlemleri veya forward faiz oranı (Forward Rate Agreement - FRA) anlaşmaları döviz üzerine yazılan forward sözleşmelerden biraz daha gelişmiş işlemlerdir. FRA'lar ilk defa, 1983 yılında, üzerinden en çok işlem yapılan para cinsi olan ABD Doları için yapılmışlardır. FRA, belli miktardaki bir anaparayı önceden belirlenmiş bir faiz oranından, yine önceden belirlenmiş bir tarihte borç almak ya da borç vermek amacıyla yapılan bir sözleşmedir. FRA sözleşmelerinin parametreleri; anapara, sözleşmenin başlayacağı gelecekteki bir tarih, sözleşme başından sonuna kadar olan süre, sözleşme faiz oranı ve sözleşme vadesinde geçerli olacak faiz oranlarıdır. Örneğin, ABD Dolarında 6*12 FRA sözleşmesi % 3.9 - % 4 diye fiyatlandırılıyorsa, sözleşmeyi alan kişi bugünden 6 ay sonra 6 aylık bir Dolar kredisini % 4' ten kullanma taahhüdüne girmiş olmakta, FRA satan kişi ise bugünden 6 ay sonra 6 aylık bir Dolar plasmanına % 3.9 faiz alma taahhüdüne girmiş olmaktadır. Her iki koşulda da sözleşme vadesinde, yani bugünden 6 ay sonra oluşacak gerçek bir Dolar faizi ile % 3.9 veya % 4 arasındaki fark, anapara üzerinden taraflar arasında el değiştirecektir. Ancak, sözleşmenin vadesi yani el değiştirme tarihi bugünden 6 ay sonra, söz konusu kredi ya da plasmanın vadesi ise, bugünden 12 ay sonra olacağı için

el değiştirecek fark, net bugünkü değer üzerinden hesaplanacaktır. FRA sۆzleřmelerindeki pűf nokta, sۆzleřme faiz oranı, yani bugün ile gelecekteki iki sűre arasındaki faiz oranının belirlenmesidir. FRA sۆzleřmeleri genelde, swap anlaşmalarında, kurlardaki dalgalanmalar ile ortaya çıkan risklerden korunmak için kullanılmaktadırlar. FRA'lar sundukları avantajlar bakımından ve mantık olarak faiz oranı űzerine yazılmış futures sۆzleřmelerine çok benzemektedirler. Ancak, organize bir borsada işlem gۆrmediklerinden karşı tarafın geri ۆdememe riski sۆz konusudur (Bodie ve diğerleri, 1999, s. 440).

2.2.2. Futures Sۆzleřmeler

Forward iřlemlerde ortaya çıkabilen gűven eksikliđini giderebilmek amacıyla geliřtirilen futures piyasaları, gerçekte organize forward piyasalarıdır. Alıcı ve satıcı arasında űűncű bir kurum olarak futures borsası yer almaktadır. Piyasayı bu borsa dűzenlemekte, tűm futures sۆzleřmeleri bu borsada alınıp satılmakta, alıcı ve satıcılar birbirini tanımamaktadır. Mal ya da menkul kıymet teslimi ve kalitesi ile ilgili tűm taahhűtler borsanın garantisi altındadır. Piyasanın belirli bir yeri, çalıřma saatleri ve kuralları vardır. Forward sۆzleřmelerin tersine, standart mal teslim tarihleri ve miktarları sۆz konusudur. Bu standardizasyon, esnekliđi azaltan bir faktۆr olmakla beraber iřlemlerdeki hız ve kolaylıđı artırmak için ۆngۆrűlműřtűr. Fiyatlama konusunda da, forward ve futures sۆzleřmeleri arasında farklar vardır. Forward sۆzleřmelerde geleceđe yۆnelik fiyat belirlemesi iki taraf arasındaki pazarlık sonucu saptanmaktadır. Buna karřın, futures piyasası menkul kıymet borsaları gibi çalıřmaktadır. Belirli bir gűnde alıcı ve satıcılar emirlerini verdikten sonra, arz ve talep kořulları; o gűn, hatta o an için geçerli olan futures fiyatlarını belirler. Fiyatlar seans içinde deđiřen bilgi akımına ve arz/talep kořullarına bađlı olarak deđiřir.

Futures piyasalarının hedger, spekűlatۆr ve arbitrajcılar olmak űzere bařlıca ű tűr katılımcısı vardır. Gerçekte, piyasanın en ۆnemli varoluř nedeni, riskten korunmak isteyenlerin karřılařtıkları riskleri transfer etme istekleridir. Spekűlatۆrler, futures piyasalarına normal piyasa kuralları geređi, spot piyasada oluřacak arz ve talep sonucu oluřan fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kar elde etmek amacıyla girmektedir. Dolayısıyla, fiyat

değişkenliği hedger katılımcı için bir riskten kaçınma unsuru, spekülör içinse kar elde edebilmek için bir fırsattır. Finansal piyasalarda gerçekleştirilen spot işlemlerin taşımakta olduğu faiz oranı ve döviz kuru riskleri, mal piyasalarında oluşan fiyat dalgalanmalarının yarattığı riskler; futures piyasalarında ters pozisyon alınarak en aza indirilebilmektedir. Riskten korunmak isteyenlerin futures piyasasına girerek transfer ettikleri bu riskler spekülörlerce, kar etmek amacıyla üstlenilmektedir.

Arbitrajcılar ise, spot ve türev piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanarak risksiz kar elde edebilmek amacıyla bu iki piyasada eşanlı olarak, fiyatların yüksek olduğu piyasada satım, fiyatların daha düşük olduğu piyasada ise alım yaparlar. Arbitraj olanağının varlığı ve sonuç olarak ortaya çıkan yüksek işlem hacmi, fiyatlar üzerinde bir baskı yaratacak ve bu baskı fiyatlar arbitraj olanağı öncesi seviyesine dönene dek devam edecektir.

İthalat ve ihracat firmaları döviz kuru riskine karşı, bankalar faiz oranları dalgalanmalarına karşı futures piyasalarına girmektedirler. Mal piyasalarında, üreticiler belli bir zaman sonra satacakları ürün fiyatlarının yükselmesi durumunda kar, düşmesi durumunda ise zarar edeceklerdir. Bu durumda, fiyat riskine karşı futures piyasalarında kısa pozisyon alarak, diğer bir deyişle futures sözleşmesi satarak pozisyonlarını riskten koruyabilmektedirler. Futures piyasalarında satış yapmakla, üretici elindeki belli miktardaki malı gelecekte bir tarihte, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslim etme taahhüdüne girmiş olmakta, böylelikle bir yandan fiyat dalgalanmalarına karşı korunmakta, bir yandan da gelecekte elde edeceği geliri sabitleyerek garanti altına almaktadır. İthalat işiyle uğraşan kuruluşların gelecekte yabancı bir para cinsi üzerinden ödeme yapmaları söz konusudur. Döviz kurlarında ortaya çıkabilecek bir yükselme, ithalatçı için bir risk unsuru teşkil etmektedir. İthalatçı kendisini bu riskten koruyabilmek amacıyla futures piyasasına girip, sözleşme satın alarak uzun (long) pozisyona geçebilir. Aynı şekilde, ihracatçı bir firmanın, gelecekte belirlenmiş bir tarihte yabancı para cinsinden tahsilatı söz konusu ise, döviz kurlarında gerçekleşecek bir düşüş bu firma için risk yaratmaktadır. İhracatçı firma, bu riskten korunmak

amacıyla futures piyasalarını tercih ederse yapması gereken, futures sözleşmesi satarak kısa (short) pozisyon açmak olacaktır.

Futures piyasalarının, forward işlemlerin yarattığı güven eksikliğini giderme işlevinin yanında değinilebilecek ikinci önemli işlev, gelecekle ilgili fiyatları tahmin edebilme kolaylığıdır. Futures piyasaları, üretim ve tüketim kararları alınmasında da önemli bir işleve sahiptir. Futures sözleşmesine konu olan varlığın fiyatı düşmeye başlayınca sözleşme satılmakta, yükselmeye başlayınca piyasa katılımcıları sözleşme almaya başlamaktadırlar. Herhangi bir mal ya da finansal varlığın futures fiyatının belirlenmiş olması piyasa katılımcılarının geleceğe yönelik yatırım kararları almalarını kolaylaştırmaktadır.

Mal piyasalarında genelde, taşıma maliyetlerinden dolayı, futures fiyatları spot fiyatlardan daha yüksek olarak belirlenmektedir. Ancak, zaman zaman futures fiyatının spot piyasadaki fiyattan daha düşük olduğu gözlenmektedir. Bu tip ekonomik ortamlar arzda bir kıtlık olması durumunda söz konusu olmaktadır. Bu piyasalara “inverted markets” (ters piyasalar) denilmektedir. Bu ortamlarda hem arbitraj, hem de riskten korunma imkansız hale gelebilmektedir.

Spot ve futures piyasalarında fiyatlar aynı yönde hareket edebilmektedir, ancak fiyat değişiminin çoğunlukla aynı oranda olmaması risk yaratmaktadır. Futures sözleşmelerine konu olan ürünün futures fiyatı ile vadede oluşacak spot piyasa fiyatı arasındaki farka “baz” denir. Eğer, söz konusu varlığın gelecekteki alım ve satım tarihi kesin olarak belli değilse veya sözleşmenin vadesinden önce kapatılması gerekiyorsa baz riski söz konusudur. Dolayısıyla, futures piyasaları, katılımcıları spot piyasadaki fiyat riskinden korurken, baz riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Yine de, baz riskinin fiyat riskine oranla daha az olması nedeniyle, futures piyasaları riskten korunma amaçlı olarak yaygın olarak kullanılmaktadır. Spot piyasadaki fiyat değişimi ile vadeli piyasalardaki fiyat değişimi birebir aynı ise baz sabit kalır. Bu durumda tam anlamıyla riskten korunmak mümkün olmaktadır. Baz değer, herhangi bir anda pozitif veya negatif olabilir. Baz riski, alınan riskten korunma pozisyonuna göre kar veya zarara yol

açabilmektedir²⁹. Diğer bir risk türü olan ve arz/talep tahminlerindeki hatalardan kaynaklanan miktar riskinden de, futures piyasalarını kullanarak çok iyi bir şekilde korunmak her zaman mümkün olmayabilir. Miktar riski esas itibarıyla kaç sözleşme satın alınması gerektiğini belirlemektedir.

Futures piyasalarında, alınan her uzun pozisyonun karşısında mutlaka bir kısa pozisyon bulunmaktadır. Dolayısıyla, herhangi bir işgününde, piyasada kısa pozisyonda olan riskten korunma amaçlı yatırımcılar ile kısa pozisyonda olan spekülörlerin toplamı; uzun pozisyonda olan riskten korunma amaçlı yatırımcılar ile uzun pozisyonda kalmayı tercih eden spekülörlerin toplamına eşittir. Piyasada işlem yapabilmek için, hedger sayısı kadar spekülöre ihtiyaç vardır. Ancak, spekülatif kar elde etmek amacıyla piyasaya katılan yatırımcıların sayısı, riskten korunma amaçlı işlem yapanların sayısından her zaman fazla olabilmektedir. Futures piyasalarına spekülasyon amaçlı katılım olmazsa etkin işleyişe sahip bir piyasadan bahsetmek oldukça zordur. Spekülörlerin piyasadaki varlığı likiditeyi artıran bir unsurdur. Spekülatif faaliyetlerin piyasada dalgalanmalara sebep olduğu görüşü de futures piyasaları için pek doğru değildir. Spekülasyon, daha fazla sayıda katılımcının piyasanın yönünü tahmin etmeye başlamasına yol açarak fiyat dalgalanmalarını yavaşlatmaktadır.

Günümüzde tahıllar, et, metaller, yiyecekler, enerji, faiz oranı, döviz kuru, hisse senetleri endeksi gibi pek çok varlık için oluşturulmuş futures sözleşmeleri mevcuttur. Finansal türev piyasalarında en çok işlem ABD Hazine bonoları ile tahvilleri, Eurodolar ve Euroyen futures sözleşmeleriyle gerçekleştirilmektedir (BIS, Aralık, 2002. <http://www.bis.org>). Uluslararası piyasalardaki fiyat ve faiz oranları dalgalanmaları nedeniyle yoğun ilgi görmekte olan futures sözleşmeleri, olumlu pek çok işlevlerine rağmen belli

²⁹ Baz, türev işlem vadesine belli bir süre varken, genelde pozitiftir, vade sonuna doğru azalarak, vade sonunda "0" olur. Özellikle, riskten korunma amaçlı işlemlerde, sözleşmenin vadeye kadar elde tutulması düşünülüyor, ancak korunma periyodu ile sözleşme vadesi uyumuyorsa baz riski söz konusu olacaktır. Bu durumda kısa pozisyonda olan yatırımcı;

- Spot fiyat vadeli işlem fiyatından daha fazla artarsa,
- Spot fiyat vadeli işlem fiyatından daha az düşerse,
- Spot fiyat artar ve/veya vadeli işlem fiyatı düşerse

baz değişiminden kar elde edecektir.

Uzun pozisyonda olan yatırımcı ise,

- Spot fiyat vadeli işlem fiyatından daha az artarsa,
- Spot fiyat vadeli işlem fiyatından daha fazla düşerse,
- Spot fiyat düşer ve/veya vadeli işlem fiyatı artarsa

kar elde edecektir (<http://www.imkb.gov.tr>).

bir ölçüde risk taşımaktadır. Bu piyasaya girerek sözleşme satın almak ya da satmak isteyen yatırımcılar, sözleşme tutarının belirli bir oranı olarak hesaplanan “başlangıç teminatı (initial margin)” denilen bir ön tutarı (nakit veya nakit dışı) takas odası nezdindeki hesaplara yatırmak durumundadır (Erol, 2001, s. 9). Bu teminatlar, genelde takas gününe kadar oluşabilecek riskleri karşılayacak şekilde hesaplanmakta ve işlemin her iki tarafından da alınmaktadır. Futures sözleşmelerinin fiyatları, gün içinde önemli ölçüde değişmektedir. Sözleşmeye konu olan varlık ya da göstergenin fiyat oynaklığı da teminat tutarları hesaplanırken göz önünde bulundurulmaktadır. Başlangıç teminatı futures piyasaları için finansal kaldıraç (financial leverage) görevini görmekte, bu nedenle de piyasayı riskli³⁰ hale getirmektedir. Finansal kaldıraç faktörü³¹, toplam pozisyon değerinin başlangıç teminatına oranı formülü kullanılarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, az bir bedel ile yüksek miktarda yükümlülük altına girilmesi söz konusudur. Gelişmekte olan ve yüksek enflasyonlu ülkelerde fiyat oynaklıkları, gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelere göre daha fazla olduğundan futures ve opsiyon piyasalarında alınan teminatlar daha yüksek olmaktadır. Taraflardan alınan bu teminatlar takas merkezinde toplanarak bir teminat havuzu oluşturulmakta ve bu havuz sayesinde, piyasada zarar eden tarafların, bu zarar karşılığında istenen tutarları, günlük olarak yatırmamaları durumunda sisteme zarar vermeleri önlenmiş olmaktadır. Zarar eden ve yükümlülüğünü yerine getirmeyen yatırımcının teminatına başvurulmakta ve pozisyonu piyasada likit hale dönüştürülmektedir. Vade sonunda ise, takas merkezinde tutulan bloke teminatlar yükümlülüğün yerine getirilmesi şartıyla taraflara iade edilmektedir.

Futures piyasalarında tüm kazanç ve kayıplar günlük olarak netleştirilmektedir. Pozisyon alındığı andaki fiyat ile uzlaşma fiyatı arasındaki fark, piyasa katılımcılarının takas merkezindeki hesaplarına yansıtılmaktadır. Sözleşme vade bitimine kadar biriken bir kayıp ya da kazanç söz konusu

³⁰ Futures piyasalarında, işlem maliyetleri düşük olduğundan az bir bedel ödeyerek büyük karlar elde edilebilmesi piyasaların çekiciliğini artırmaktadır, ancak alınan pozisyona göre ters bir fiyat hareketi olması durumunda da büyük kayıplarla karşılaşılabilir. Ayrıca, küçük fiyat değişimlerinde marj hesabında mevcut tutarın tamamını veya önemli bir kısmını kaybetmek mümkündür (Erol, 2001, s. 10).

³¹ Örneğin, eğer bir başlangıç teminatı oranı pozisyon değerinin % 5'i olarak belirlenmişse, kaldıraç oranı bu oranın tersi alınarak, % 20 (1/0,05) olarak bulunur. Dolayısıyla, yatırımcı başlangıç teminat tutarının 20 katı kadar bir pozisyona sahip olabilmektedir (Doğru, 2001, s. 7).

değildir. Hesapların güncelleştirilmesi (marking to market) denilen bu işlem sonucunda teminat hesabı bakiyesinin başlangıç teminat tutarını aşması durumunda, yatırımcı fazla olan bu tutarı hesaptan çekebilir. Fiyatlar, yatırımcının başlangıçta almış olduğu pozisyonun tersine hareketlerle değişirse teminat hesaplarının bakiyeleri azalır. Teminat hesaplarının bakiyelerinin azalmasına belli seviyelere kadar izin verilir. “Sürdürme teminatı” denilen bu seviyelerin altına inilmesi durumunda yatırımcının teminatını eski durumuna getirmesi, yani başlangıç teminatı seviyesine çıkarması için çağrıda bulunulur. Bu çağrıya “teminat tamamlama çağrısı (margin call)” denir. Yatırımcının teminat hesabındaki bakiye, pozisyon kapatıldığı zaman veya sözleşmenin vade bitiminde, serbest bırakılır. Fiziksel teslimat söz konusu ise, vade sonunda satıcı taraf teslimat yükümlülüğünü, alıcı taraf da nakit yükümlülüğünü yerine getirir.

Türev araç sözleşmelerinde, bir tarafta oluşan kazanç mutlaka karşı taraftaki kayıptan kaynaklandığından, bu sözleşmeler genelde sıfır toplamlı oyun (zero-sum-game) olarak anılmaktadır. Bu nedenle, bu piyasalarda fiyatların yönünü doğru tahmin etmek, yapılan her işlemde azami dikkat ve özeni göstermek, anlık ve doğru karar verebilmek önem taşımaktadır.

Futures sözleşmeleri alınarak açılan pozisyonların, vade sonunda % 97’si nakit uzlaşma veya ters pozisyonla, sadece % 3’ü fiziki teslimat yoluyla kapatılmaktadır (Bhaskar, 2000, s. 152).

Futures sözleşmesi alınarak açılan pozisyonlar “uzun pozisyon”, sözleşme satılarak açılan pozisyonlar ise “kısa pozisyon” olarak adlandırılır. Bu şekilde uzun veya kısa pozisyon tutan yatırımcılar açık pozisyonlardır. Futures piyasasındaki toplam açık pozisyon, seans içi pozisyon kapatma ve yeni pozisyon alma işlemleri netleştirildikten sonra, sözleşme yükümlülükleri hala devam eden katılımcıların tuttıkları açık pozisyon sayısını gösterir. Diğer bir deyişle, herhangi bir sözleşme için girilmiş olan toplam işlem taahhütleri, o sözleşme için geçerli olan açık pozisyonu oluşturmaktadır. Gün sonu netleştirmelerden sonra toplam uzun pozisyon sayısının toplam kısa pozisyonlara eşit olduğu düşünülürse piyasadaki açık pozisyon sayısı, piyasadaki toplam uzun veya toplam kısa pozisyon sayısına eşit olacaktır.

Açık pozisyonda olan yatırımcı, sözleşmenin vadesi dolmadan önce ters bir pozisyon olarak pozisyonunu kapatabilir veya vade sonuna kadar açık pozisyonda kalabilir. Vade sonunu beklemeden piyasadan çekilmek isteyen, uzun pozisyonda olan bir yatırımcı aynı sözleşmede kısa pozisyon olarak, kısa pozisyonda olan bir yatırımcı ise aynı futures sözleşmesinde uzun pozisyon olarak pozisyonunu kapatabilir. Uzun pozisyonda olan bir yatırımcı, futures sözleşmesinin piyasa fiyatının, üzerinde anlaşılan sözleşme fiyatını geçmesi durumunda, kısa pozisyonda olan bir yatırımcı ise futures sözleşmesinin piyasa fiyatının, üzerinde anlaşılan sözleşme fiyatının altına düşmesi durumunda kar eder. Dolayısıyla, uzun pozisyon alan yatırımcılar fiyatların yükselmesini beklerken, kısa pozisyon alan yatırımcının beklentisi fiyatların düşmesi yönünde olacaktır.

Futures sözleşmeleriyle uzun veya kısa pozisyonların yanısıra aralık pozisyonları (spread) da almak mümkündür. Aralık pozisyonları futures piyasalarında alınan uzun ya da kısa pozisyonlarla karşılaştırıldığında, daha karlı yatırım olanakları sunmaktadır. Bu tip pozisyonlar alınırken, fiyatların gerçek yönünü tahmin etmeye çalışmak yerine, farklı yönlü fiyat hareketleri arasındaki ilişkiyi doğru tahmin etmek gerekmektedir. Örneğin, finansal varlık üzerine düzenlenen futures sözleşmesinin iki farklı işlem vadesinin birinde uzun, diğerinde kısa pozisyon alınabilmekte, iki sözleşme fiyatındaki değişimler sonucu bir sözleşmede zarar ederken, diğerinde kar edilebilmektedir. Aralık pozisyonlarında yatırımcıların göz önünde bulundurması gereken kriter, fiyat hareketinin yönünden ziyade, iki sözleşme fiyatı arasındaki fiyat farklılığının düşük ya da yüksek olup olmayacağı hususudur. Futures sözleşmeleri ile ürünler arası aralık pozisyonları (intercommodity spread) da yaratmak mümkündür. Mal piyasalarını örnek olarak alırsak, birbirine ikame olabilecek mısır ve buğday gibi iki üründe kısa ve uzun pozisyonlar olarak aralık pozisyonu yaratılabilir.

Diğer bir sözleşme türü olan faiz oranları futures sözleşmeleri, belli bir para cinsi için öngörülen 3 aylık faiz oranları ya da ihraç edilen belli bir iç borçlanma senedi üzerine yazılırlar. Bu sözleşmeler, genelde halka açık olup, 3 ay vadeli olarak piyasaya sunulmaktadır. Uluslararası piyasalarda işlem gören hemen hemen tüm döviz cinsleri üzerinden yazılan bu sözleşmeler

Chicago (CBOT), Tokyo (TIFFE), Londra (LIFFE), Frankfurt (EUREX), Paris (MATIF), Singapur (SIMEX) da dahil olmak üzere pek çok borsada işlem görmektedir. Sözleşmelerin vadeleri her yıl Mart, Haziran, Eylül ve Aralık'ta dolmaktadır. Faiz oranları üzerine yazılan futures sözleşmelerinde, genelde, sözleşme nominal tutarının sadece yaklaşık % 2'lik tutarı başlangıç teminatı olarak yatırıldığından yüksek kaldıraç etkisinden yararlanılabilmektedir. Faiz oranları üzerine yazılmış olan türev araçlarda en fazla işlem, hazine bonosu sözleşmeleri ile gerçekleştirilmektedir. Bunun yanında, Eurodollar sözleşmeleri de bir hayli ilgi görmektedirler³².

2.2.3. Swap Sözleşmeler

Kuruluşların farklı piyasalar arasında arbitraj yapmalarına olanak tanıyan, iki ya da daha çok tarafın farklı piyasalarda farklı kredi değerliliğine sahip olmaları nedeniyle, piyasalardaki rekabetçi üstünlüklerin tarafların her birinin yararına olacak şekilde kullanılması amacıyla, önceden belirlenen ödeme planlarının karşılıklı değiştirildiği finansal işlemlerdir. Taraflar arasında belirli ödeme akışlarının yerine getirilmesi konusunda yükümlülükler takas edilmektedir. Swap sözleşmeler, çoğunlukla bir spot ve bir vadeli işlemin aynı anda yapılması ile gerçekleşir. Ancak, bir swap işlemi vadeleri farklı iki ayrı vadeli işlemi de içerebilmektedir.

Finans piyasalarında genelde, faiz ödemeleri ile yerli ya da yabancı para üzerinden yükümlülüklerin takas edildiği swap sözleşmeleri gerçekleştirilmektedir, ancak faiz swap sözleşmeleri günümüzde gerçekleştirilen swap sözleşmelerin büyük bir kısmını oluşturmaktadır (Siems, 1997, s. 4).

³² 1960'lerden itibaren ortaya çıkmaya başlayan Eurodolar piyasası, günümüzde kısa dönemli, en geniş ve en likit dolar piyasalarını oluşturmaktadır. Nakit Eurodolar işlemleri ve Eurodolar üzerine yazılmış türev ürünler, bankacılık sisteminin varlık ve yükümlülüklerinin büyük bir kısmını teşkil etmektedir. Eurodolar mevduatları bankaların, ABD doları üzerine yazılmış, ancak Amerikan bankacılık kurallarına tabi olmayan banka yükümlülüklerindedir. Eurodolar futures sözleşmelerine ilk kez Chicago Merchantile Exchange (Şikago Ticaret Borsası)'de, Aralık 1981 tarihinde yer verilmiştir. Sözleşmeler 1982'de Londra Uluslararası Finansal Futures Borsası (London International Financial Futures-LIFFE)'nda, 1984'de ise Singapur Uluslararası Para Piyasası (Singapore International Monetary Exchange-SIMEX)'nda işlem görmeye başlamışlardır. Eurodolar futures sözleşmesi ABD Doları 1.000.000.-'luk 3 aylık LIBOR oranını simgelemektedir. Eurodolar futures pozisyonları, vadeleri dolduğunda geçerli olan ve ilgili döviz kurunca belirlenen 3 aylık LIBOR oranına göre netleştirilmektedirler. Eurodolar futures sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonlar ise, Mart 1985'te IMM (Uluslararası Para Piyasaları)'de işlem görmeye başlamıştır (Bodie ve diğerleri, 1999. s. 489 – 491).

Para swapı (currency swap) sözleşmesinde, iki ayrı para borcu üzerinden mevcut borçların ve alacakların değiştirilmesi söz konusudur. Birbirine karşı iki döviz işlemi bir araya getirilmekte, anlaşmaya varılan süre başlangıcında ve sonunda bu iki farklı para birimini taşıyan tutarlar, taraflar arasında değiş tokuş edilmektedir. Buna karşın, futures ve forward sözleşmelerde tek bir alım satım vardır.

Riskten korunma amaçlı işlemlerde önemli bir yere sahip olan swap işlemlerinin ilki 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot piyasada İngiliz Sterlini karşısında ulusal paranın satılıp, vadeli olarak geri satın alınması ile denenmiştir. Başlangıçta merkez bankaları arasındaki swap işlemleri daha sonraları ticaret bankalarının, çokuluslu şirketlerin ve resmi kuruluşların giderek daha fazla rağbet ettiği bir finansman ve riskten korunma yöntemi olmuştur (Ersan, 1988, s. 6).

Uluslararası piyasada dikkat çeken bir diğer örnek, 1981 yılında IBM ile Dünya Bankası arasında gerçekleştirilen swap işlemidir. Bu işlemde, Dünya Bankası İsviçre frangı ve Alman markı kaynak bulmak istediği halde, çok iyi tanındığı Amerikan piyasasında Dolar borçlanmış ve Dolarları IBM'e vererek IBM'in çıkardığı İsviçre Frangı ve Alman Markı tahvillerinden gelen parayı almıştır (Güven, 1994, s. 5).

Swap işlemleri döviz swapları ve faiz swapları olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır.

1980'ler sonrası yoğun olarak kullanılmaya başlanan swap sözleşmeler, özellikle bankalar arasında, sıklıkla faiz oranları için yapılmaktadır. Bu işlemlerde faiz oranı riski ile karşı karşıya olan iki veya daha fazla taraf önceden belirlenmiş tarihlerde, belli aralıklarla belli nakit akımlarını birbirleriyle değiştirmekte, böylelikle de bilançolarını daha az riskle dengeye oturtabilmektedir. Genelde, sabit faiz oranına dayalı bir yükümlülük ile değişken faiz oranına endekslenmiş bir başka yükümlülüğün değiştirilmesi söz konusu olmaktadır. Anlaşmaya varan taraflardan biri sabit faizli ödeme yapmayı taahhüt ederken, diğer taraf değişken faizli ödeme yapmayı kabul etmektedir. Örnek olarak bir şirketin % 8 faizle ve 10.000.000.- ABD Doları nominal değerinde uzun vadeli bono ihraç ettiğini varsayalım. Bu şirket her yıl

800.000.- ABD Doları faiz ödeyecektir. Bu şirket dilerse bir swap anlaşması yaparak faiz ödeme yükümlülüklerini sabit faizliden değişken faizliye dönüştürerek, ödemelerini değişken faiz üzerinden gerçekleştirebilir, bu arada kendisi de yapmış olduğu swap sözleşmesi ile sabit bir faiz üzerinden gelir elde edebilir. Benzer şekilde, bir şirketin 5 yıllık Libor artı % 3'den borçlandığını varsayarsak, şirket bugün swap piyasasına çıkarsa kendisine bu Libor artı % 3'lük değişken faizli nakit akımını örneğin % 8.5'lik sabit faizli nakit akımı ile değiştirecek bir karşı taraf bulabilir. Kredinin faizinin de 6 ayda bir ödendiğini varsayarsak, her 6 ayda bu şirket aracıya % 8.5'in yarısını, aracı da şirkete Libor artı % 3'ün yarısını verecektir. Diğer bir örnek olarak, bir bankayı ele alabiliriz. Bu banka kullandığı kredilerden dolayı sabit faizli para tahsil ederken, diğer taraftan nezdinde bulunan mevduata değişken faiz ödemeleri yapmakta ve faiz oranlarının yükselmesinden endişe etmektedir. Söz konusu banka bir swap sözleşmesi yapıp, sabit faiz ödemeleri karşılığında değişken faiz tahsil ederek kendisini faiz oranlarındaki dalgalanmaların yol açacağı risklerden koruyabilir (Siems, 1997, s. 7).

Swap işlemlerin ikinci bir şekli olan döviz swap işlemleri en basit anlamıyla bir spot ve bir forward işlemin ya da iki forward işlemin birleşmesinden oluşmaktadır. Başlangıç aşamasında bir spot döviz işlemi gerçekleştirilmekte, vade sonunda ise bir forward kur üzerinden anlaşılan ikinci bir döviz işlemi gerçekleştirilmektedir. Diğer bir deyişle döviz swap işlemlerinde, iki ayrı valör tarihi itibarıyla bir paranın, diğer bir para karşılığında aynı anda alınması ve satılması söz konusudur. Örneğin, 5 yıl vadeli Libor artı % 3'ten Amerikan Doları borçlanmış bir şirket dilerse bunu 5 yıl vadeli sabit faizli Japon Yenine çevirebilir. Döviz swapları piyasalarını oluşturan ana etken rekabetçi avantaj (competitive advantage) teorisidir. Bu teorinin dayandığı mantık, şirketlerin idealde borçlanmak istedikleri para cinsiyle, en ucuz borçlanabilecekleri para cinsinin her zaman aynı olmamasıdır. Dolayısıyla, şirketlerin veya ülkelerin yapması gereken, en iyi tanındıkları ve risklerin yatırımcılar tarafından en iyi analiz edilebileceği piyasalarda borçlanmak ve daha sonra bir döviz swapı yoluyla borçlarını istedikleri para cinsine çevirmek olmalıdır. Faiz swaplarının aksine, döviz swaplarında ilk gün anaparalar el değiştirmekte, faiz ödeme dönemlerinde

faizler el değiştirmekte, vade gününde ise ilk günkü spot kurdan anaparalar yine el değiştirmektedir. Vade tarihinde döviz kurlarında oluşabilecek büyük farklılıklar nedeniyle döviz swapları, taraflar için faiz swapları ve forward sözleşmelerinden daha riskli olabilmektedir.

2.2.4. Opsiyonlar

Risk yönetimi ürünü olan türev araçlarından, en karmaşık olanı opsiyon sözleşmeleridir. Futures, forward ya da swap sözleşmelerinde belirli bir taahhüt altına girilmesi söz konusudur. Buna karşın, işleyişi bu sözleşmelerden farklı olan opsiyonlarda ise sözleşmenin alıcısına, sözleşme konusu varlığı belli bir fiyattan alma veya satma "hakkı" tanınmaktadır. İlk opsiyon borsası olan, CBOE'nin 1973'de kurulmasından bu yana, sayısız enstrüman üzerine opsiyon sözleşmeleri yapılmıştır. Döviz kurları ve faiz oranlarının yanısıra hisse senetleri, borsa endeksleri, hazine bonoları ve çeşitli mallar (portakal suyundan petrole, gübreden pamuğa kadar) zerine yazılmış opsiyon sözleşmeleri ve daha sonra bu sözleşmelerin işlem gördüğü borsalar oluşturulmuştur. Önceleri varlıkların kendisi için oluşturulan opsiyon sözleşmeleri, daha sonraları o varlıklar üzerine yazılan futures sözleşmelerinde (options on futures) kullanılmaya başlanmıştır.

Call ve put opsiyonu olmak üzere iki farklı opsiyon türü vardır. Call opsiyonlar alma hakkı, put opsiyonlar ise satma hakkı veren opsiyonlardır. Spekülatörler opsiyon sözleşmesine konu olan varlığın fiyatının düşmesini bekliyorlarsa put opsiyonu, fiyatların yükselmesini bekliyorlarsa call opsiyonu satın alırlar. Riskten korunmak isteyen piyasa katılımcılarının ise, spot piyasada ellerinde tuttıkları pozisyonun tersi bir opsiyon pozisyonu almaları söz konusudur. Alıcı, önceden belirlenen opsiyon primi denilen bir fiyattan opsiyonu satın almakta, dilerse sözleşmeden doğan hakkını kullanmakta ya da kullanmamaktadır. Opsiyon sözleşmeleri olarak açılan pozisyonlarda kar elde etme imkanı her zaman mevcuttur ve kayıp sadece sözleşmeyi satın almak için ödenen primle sınırlıdır. Ancak, opsiyon sözleşmesi yazan taraf bakımından kar sadece primle sınırlı iken, sınırsız ölçüde kaybetme riski söz konusudur (Bhaskar, 2000, s. 201).

İleride bir tarihte satılmak üzere stokta bekleyen malı olan bir üretici, spot piyasada fiyatların düşme riski ile karşı karşıya olduğundan, bu riskten malı satacağı vadede put opsiyonu satın alarak kendisini koruyabilir. Eğer üreticinin stokta tutmakta olduğu malın, ileri bir tarihteki spot fiyatı düşerse daha yüksek fiyattan satın almış olduğu put opsiyonunu kullanarak kar edeceğinden fiyat riskine karşı korunmuş olacaktır. İleri tarihteki spot fiyatların yükselmesi durumunda ise, elinde tutmakta olduğu stok malın değeri artacağından kar edecek, öte yandan put opsiyonu hakkını kullanmayacağı için, sadece yatırdığı prim kadar zarar edecektir.

Yine aynı şekilde, bir şirketin bir yıl sonra ödenecek Dolar cinsinden bir borcu olduğunu varsayalım. Şirket Doların değerinin yükselmesinden korkuyorsa kendisini bu riskten, gelecekte Doları belli bir fiyattan alma hakkı verecek olan call opsiyonu satın alarak koruyabilir. Sözleşme vadesinde Doların değeri, call opsiyonunun üzerine yazıldığı fiyattan yüksek olursa, şirket sözleşmeden doğan hakkını kullanacak ve Doları sözleşmede anlaşmış olduğu, daha düşük bir değerden satın alarak borcunu ödeyecektir. Ters durumda ise, opsiyon sözleşmesinden doğan hakkını kullanmayacak, kaybı sadece sözleşmeyi satın alırken ödemiş olduğu primle sınırlı olacaktır. Gelecekte bir tarihte, Dolar cinsinden alacağı olan bir şirket ise, spot piyasada Doların değer kaybetmesi endişesindedir. Bu durumda, şirket, vadesi alacağının vadesine denk gelecek bir put opsiyonu satın alarak kendisini Doların değerindeki düşüşe karşı koruyabilecektir. Vadede Doların değeri artmış ise, almış olduğu put opsiyonundan doğan hakkını kullanmayacaktır. Ancak, Doların değerinin düşmesi durumunda put opsiyonundan doğan satma hakkını kullanacak, sözleşmeyi üzerinde anlaşılmış olan fiyattan satarak zararını kapatabilecektir.

Elinde hisse senetlerinden oluşan bir portföy bulunan bir yatırımcı, portföy değerini fiyatlardaki bir düşüşe karşı put opsiyon satın alarak koruyabilir, gelirini artırabilir, fiyatların yönünü bilmese bile büyük fiyat dalgalanmalarından korunabilir, call opsiyonu satın alarak, opsiyonun üzerine yazıldığı hisse senedine sahip olmasa bile fiyatta oluşabilecek bir artıştan yararlanabilir. Hisse senetleri piyasasındaki yatırımcılar için, fiyatların düşmesi bir risk unsuru teşkil etmektedir. Bu riskten korunmak amacıyla put

opsiyonu alan yatırımcı, fiyatların düşmesi durumunda put opsiyonun kendisine verdiği satma hakkını kullanacak, elinde tuttuğu spot hisse senedi pozisyonu nedeniyle ettiği zararı tamamen ya da kısmen ortadan kaldıracaktır.

Kredi kullanan bir şirket, kredi faiz oranında ve kredi geri ödeme süreciyle aynı vadede bir call opsiyonu satın alarak kredi maliyetini sınırlayabilir. Opsiyonlar ve futures sözleşmeleri birarada kullanılarak, birbirinden farklı pek çok pozisyon yaratmak mümkündür.

Opsiyon sözleşmeleri sadece vade bitimine hakkın kullanılabilceği Avrupa tipi ve vadeye kadar herhangi bir zaman içinde hakkın kullanımını mümkün kılan Amerikan tipi olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir³³.

Opsiyon fiyatları belirlenirken; opsiyona konu olan varlığın fiyatı, sözleşmenin gerçekleşeceği fiyat, opsiyonun vadesine kalan süre, faiz oranları ve opsiyona konu olan varlığın fiyatındaki değişkenlik (volatilite) faktörleri dikkate alınmaktadır. 1973 yılında, Fischer Black ve Myron Scholes adlı Amerikalı iki finans profesörü, bu beş parametreyi ilk defa bir formülle bir araya getirmiştir. Opsiyon piyasalarının gelişmesi de ağırlıklı olarak bu formülün uygulanabilmesi sonucu gerçekleşmiştir³⁴ (Brigham, 1999. s. 920 - 924).

Spekülatörler açısından, opsiyon satın alırken dikkat edilmesi gereken en önemli husus, opsiyonun elde tutulacağı süre içerisinde, opsiyonun üzerine yazıldığı mal ya da finansal varlığın fiyatını mümkün olduğunca doğru tahmin edebilmektir. Riskten korunma amaçlı yatırımcılar ise, fiyatlardaki olası ters yönlü gelişmelere karşı korunma amacıyla işlem

³³ ABD organize opsiyon borsalarında tüm opsiyon sözleşmelerinden doğan haklar vade ayının üçüncü cumasına kadar kullanılabilir. Avrupa tipi opsiyon sözleşmelerinde ise, hak ancak vade sonunda kullanılabilir (Bodie ve diğerleri, 1999. s. 613)

³⁴ Black-Scholes Option Pricing Model 1973 yılında geliştirilen bazı varsayımlara dayanmaktadır. 1.Call opsiyonlara konu olan hisse senetleri kar payı dağıtmamaktadır. 2.Gerek hisse senedi, gerekse hisse senedi üzerine yazılan opsiyonlar için işlem maliyetleri 0 kabul edilmektedir. 3.Opsiyon sözleşmesinin vadesi içerisinde kısa dönemli, risksiz faiz oranı bilinmekte ve değişmemektedir. 4.Finansal varlıklar kısa dönemli risksiz faiz oranından ödünç alınabilmektedir. 5.Açığa satış mümkün değildir. 6.Call opsiyonu sadece vadesinde işleme sokulabilmektedir. 7.Hisse senedi alım-satımı kesintisiz sürmekte ve fiyatlar rastlantısal olarak hareket etmektedir. Bu modele göre, opsiyonun değeri hisse senedi fiyatı, vadeye kalan süre, opsiyonun üzerine yazıldığı fiyat, hisse senedi fiyatı oynaklığı ve risksiz faiz oranının bir fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Geliştirilen formülden hareketle; modele göre hisse senedi fiyatı, risksiz faiz oranı ve hisse senedi fiyat oynaklığı arttıkça ve vadeye kalan süre uzadıkça opsiyon değeri artmakta, opsiyon sözleşmesinin gerçekleşeceği fiyat arttığında ise opsiyonun değeri azalmaktadır (Brigham, 1999. s. 920-924).

yaptıklarından fiyat tahmini onlar için önemli bir unsur değildir. Opsiyon piyasalarında, genelde opsiyon sözleşmesi satıcıları, sözleşme satın alan taraflara göre daha iyi bilgi kaynaklarına ulaşabilmektedir. Bu nedenle, opsiyon satıcılarının (option writer) piyasada kar etme olasılıkları daha yüksek olabilmektedir (Bhaskar, 2000).

2.3. Türev Ürünlerin Benzerlik ve Farklılıkları

Forward ve futures işlemler işleyiş olarak aynıdır, aralarındaki temel fark futures işlemlerinin organize bir borsa aracılığıyla gerçekleştiriliyor olmasıdır. Forward işlemler, tutar ve vadelerin taraflar arasında serbestçe belirlendiği karşılıklı pazarlık yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Bunun sonucu olarak, forward piyasasında her türlü küsüratlı miktarlar ve kırık vade için işlem yapılabileceği halde futures piyasalarında sözleşme miktarları ve vadeleri önceden belirlenmiştir.

Forward sözleşmelerde tek bir nakit akışı söz konusudur, futures sözleşmeleri süresince birden fazla nakit akışı gözlenebilmektedir. Futures piyasalarında işlemler organize borsa aracılığıyla gerçekleştirildiğinden rekabetçi fiyat oluşumu söz konusudur; forward sözleşmelerin fiyatlarını ise taraflar aralarındaki anlaşma sonucu belirlemektedir.

Forward sözleşmelerde, taraflardan birisinin sözleşmeyi yerine getiremeyecek olması durumunda sözleşme yükümlülüğünün bir başkasına devri oldukça zordur ve bu olasılıktan dolayı önemli bir kredi riski mevcuttur. Forward işlemlerde her iki taraf için de var olan bu kredi riski³⁵ futures piyasalarında, sözleşmelerin bir takas şirketi tarafından alınıp satılması, lehte ve aleyhteki farkların her gün el değiştirmesi, standart sözleşmelerin bir başkasına kolayca devredilebilmeleri ve bunu garanti edecek bir teminat mekanizmasının varlığından dolayı minimize edilmektedir. Takas şirketi alıcı için satıcı rolünü, satıcı için de alıcı rolünü üstlenir. Taraflar pozisyonu kapatmak istediklerinde ilk durumun tersi rol üstlenerek piyasadan çıkabilirler. Diğer bir deyişle, her futures sözleşmesi için borsada bir alıcı ya da satıcı her an için mevcuttur. Ayrıca, futures piyasalarının getirdiği standardizasyon ve nispeten daha az tutarlı sözleşmelerle işlem yapılabilmesi likiditeyi artırarak, forward sözleşmelerinin aksine, sözleşmelerin ikincil piyasalarda da işlem görebilmesine (birden fazla el değiştirebilmesine) olanak tanımaktadır. Forward ve swap türü işlemleri gerçekleştiremeyen perakende spekülâtörler ve halk, futures piyasalarda işlem yapabilmektedir. Futures sözleşmeleriyle açılan pozisyonlar genelde ters sözleşme ile, forward sözleşmeler

³⁵ Kredi riski borç alanın geri ödememesi, kısaca kredinin geri dönmemesidir (Bodie ve diğerleri, 1999. s. 738).

kullanılarak açılan pozisyonlar ise genellikle fiili teslimat yoluyla ya da fark ödenerek kapatılmaktadır.

Futures piyasasının gerektirdiği teminat sisteminin yarattığı finansal kaldıraç etkisi forward sözleşmeler için söz konusu değildir. Bir futures sözleşmesinin kurulması ile takas üyesi, sözleşme değerinin önceden belirlenmiş bir orandaki miktarını takas merkezi nezdinde teminat olarak yatırmak ve bu teminatı da her gün piyasada oluşan fiyata göre güncelleştirmek zorundadır. Bu durum çok ciddi bir kaldıraç etkisi oluşturmaktadır. Oysa bir forward sözleşmesinin kurulması için genelde karşı tarafa teminat verilmesi ve teminatın güncellenmesi söz konusu değildir.

Futures sözleşmeleri için her gün yeni fiyat belirlenmektedir. Futures sözleşmeleri sahipleri, sözleşmeyi vade bitimine kadar ellerinde tutarlarsa, vadede sözleşmenin tanımlandığı finansal varlığı son sözleşme fiyatı üzerinden teslim etmek ve teslim almak yükümlülüğündedir.

Futures sözleşmeleri, borsalarda gerçekleştiriliyor olma niteliklerine bağlı olarak forward sözleşmelerde bulunmayan yeni bir kavram ortaya koymaktadır. Bu sözleşmelerde takas merkezinin oynadığı rol önemlidir. Takas merkezi, bir futures sözleşmesinin kuruluş, hüküm ve sonuçlarını doğurma ve sona ermesi ile piyasaların sağlıklı ve güvenli işlemesi yanında, piyasa likiditesinin sağlanması açısından da vazgeçilmez niteliktedir.

Opsiyon sözleşmeleri; forward, swap ve futures sözleşmelerinin aksine, kesin hüküm ve sonuç doğurmayan türev araç sözleşmeleri sınıfının yegane üyesini teşkil etmektedir. Opsiyon sözleşmesi ile gerçekte satın alma ya da satma hakkı alınmakta, hakkı kullanmak karlı görülmediği sürece işlem gerçekleştirilmemektedir. Buna karşın, forward ve swap işlemlerde taraflar birbirlerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmek durumundadır. Futures sözleşmelerde ise, takas üyeleri gerçekleştirdikleri işlemlere ilişkin bilgileri takas merkezine iletmekle yükümlüdürler. Satıcılar takas merkezine karşı teslim etme, alıcılar ise takas merkezine karşı teslim alma borcu altındadır. Dolayısıyla, futures sözleşmeleri de forward ve swaplar gibi kuruldukları anda kesin hüküm taşımaktadır.

Opsiyonlar konusunda değinilebilecek bir diğer husus, bu işlemlerin organize borsalar yanında tezgah üstü piyasalarda da gerçekleştirilebiliyor olmasıdır. Ancak, futures sözleşmeler üzerine yazılan opsiyonlar (listed options) organize borsalarda işlem görmektedir.

Swap sözleşmelerinde eşanlı gerçekleştirilen iki ayrı işlem söz konusuken futures, forward ve opsiyon işlemlerinde tek bir alım satım vardır. Ayrıca, swaplar vade sonunda döviz kurlarında meydana gelebilecek büyük farklılıklar nedeniyle diğer türev ürünlere göre daha fazla risk taşımaktadırlar.

Forward, swap ve karşılıklı anlaşmaya varılan opsiyon sözleşmelerinde organize borsalardaki işlemlere oranla vadeler daha uzun olarak belirlenebilmektedir.

2.4. Türev Piyasalarda Kullanılan Türev Ürün Tercihinde Ülkelerin Makro Ekonomik Gelişmeleri İle İlgili Olan Paralellikler

Bodnar ve diğerleri (2001), ülkelerdeki kurumsal farklılıkların türev kullanımı üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, ülkelerdeki finansal çerçeve farklılıklarının türev ürün tercihlerinde en önemli rolü oynadığını savunmaktadır. Söz konusu çalışmada, ABD ve Hollanda'daki kurumsal farklılıkların risk yönetimi uygulamaları üzerindeki etkileri incelenmektedir. Araştırma sonuçlarının sergilediği üzere, Hollanda'daki firmaların Amerikan firmalarına oranla daha az hissedarı olması ve Amerika'da firmaların, firma faaliyetlerinden dolayı hissedarlarına karşı daha fazla hesap verme zorunluluğunda olmaları Hollanda'da firmaların türev ürünlere Amerikan firmaları kadar ilgi göstermemelerine neden olmaktadır. Hollanda'da işlemler daha çok tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilirken, Amerikan firmaları karşı tarafın kredibilitesine daha çok önem verdiklerinden türev işlemler için ağırlıklı olarak organize borsaları tercih etmektedir.

Bodnar ve Gebhardt (1998) ise, Amerikan ve Alman reel sektör firmalarının türev ürün kullanımını ortaya çıkarmak amacıyla, 1995 ve 1997'de gerçekleştirilen iki ayrı anket sonuçlarını karşılaştıran bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışma bulgularına göre, Alman reel sektör firmaları Amerikan reel sektör firmalarına göre türev ürünleri daha sık kullanmaktadır. Araştırmacılar bu olguda, Almanya'nın Amerika'ya oranla daha küçük ve

risklere; özellikle de döviz kuru ve mal fiyatları dalgalanmalarına daha fazla açık bir ekonomiye sahip olmasının önemli bir rol oynadığını düşünmektedir. Alman firmalarının % 78'i türev ürünleri kullanırken, Amerikan firmalarının sadece % 57'si türev piyasaları kullanmaktadır. İki ülkedeki türev ürün kullanımı endüstriyel sektör ve firma büyüklüğü açısından değerlendirildiğinde de benzer sonuçlar elde edilmektedir. Her iki ülkede de döviz üzerine yazılan türevler daha yoğun olarak kullanılmakta, döviz türevlerinden sonra tercih edilen türev ürün grubunu faiz oranları üzerine yazılan türev ürünler oluşturmaktadır. Mal türev ürünleri ise, daha az kullanılmaktadır. İki ülke arasında türev ürün kullanımı konusundaki benzerliklere rağmen, riskten korunma hedefleri, türev ürün tercihleri, türev pozisyon alırken etkisinde kaldıkları piyasa görüşleri açısından belirgin farklılıklar vardır. Almanya'da türev ürün kullanımını etkileyen en önemli faktörler operasyonel faaliyetler ve firma özellikleri olarak ortaya çıkmaktadır. Alman firmaları türev ürünleri riskten korunma amaçlı kullanırken daha çok muhasebe hesaplarının yönetimini, Amerikan firmaları ise sermaye akışlarını hedeflemektedir. Alman firmalar türev ürün kullanımı konusunda Amerikan firmaları kadar çekingen davranmamaktadır çünkü türev işlemlerin kullanımı ve muhasebeleştirilmesi Almanya'da daha ciddi kurallara bağlanmış durumdadır. Amerikan firmaları türev ürün kullanımına daha tutucu yaklaşmaktadır. Her iki ülkede de en çok kullanılan türev ürün döviz forward sözleşmeleridir ve türev işlemler çoğunlukla döviz kuru riskinden korunma amaçlı olarak kullanılmaktadır. Ayrıca, Almanya'da finansal tablolar ve firmaların türev piyasalardaki faaliyetleri üzerindeki kontroller daha fazla önemsenmektedir.

Miville (1996), türev ürün kullanımı konusunda Amerikan, Kanada, Japon ve Alman firmalarını kapsayan değişik anketler yapıldığını, ancak yapılan anketler farklı olduğu için sonuçları karşılaştırmanın bir hayli güç olduğunu ifade etmektedir. Miville'e göre, Kanada ve Amerikan firmalarının türev ürün kullanımı konusunda yapılan anketlerde elde edilen sonuçlar arasındaki benzerlik de büyük ölçüde iki ülkenin coğrafi yakınlıklarından ve kültürel benzerliklerinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, her iki ülkedeki endüstriyel yapı ve şirket kültürü bir hayli benzer yapı göstermektedir. Bu

faktörler her iki ülkedeki finansal ve reel sektör kuruluşlarının türev ürünlere benzer şekilde yaklaşmasına, risk yönetimi konusunda benzer yapılanmaları göstermelerine yol açmaktadır. Faiz oranı ve döviz üzerine yazılan forward ve swaplar her iki ülkede de en çok tercih edilen türev ürün grubunu oluşturmaktadır (Miville, 1996, s. 45 – 71).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜREV ARAÇ PIYASALARININ FİNANSAL SİSTEME ETKİLERİ

3.1. Türev Araçların Taşıdığı Riskler

Risk yönetimini kolaylaştıran türev araçların sağladıkları olanakların yanında, taşıdıkları bir takım riskler de vardır. Bu riskleri ölçmek ve yönetebilmek amacıyla çeşitli matematiksel modeller sürekli olarak geliştirilmektedir. Chew (1996), türev ürünlerin şirketler tarafından ya tamamen riskli ya da çok yüksek getiri sağlayan finansal araçlar olarak görüldüğünü belirtmektedir.

- Türev araçların taşıyabilecekleri riskler arasında yer alan **kredi riski**, genel anlamda karşı tarafın finansal yükümlülüğünü tamamıyla yerine getirememesi riski olarak tanımlanmaktadır. Daha çok tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen forward ve swap işlemleri için söz konusu olan kredi riskinin derecesi, teminat sistemi ve takas uygulamalarına göre farklılık göstermektedir. Organize borsalarda gerçekleştirilen işlemlerdeki kredi riski ise, tam anlamıyla ortadan kaldırılamasa da takas odasının garantör konumu dolayısıyla en aza indirilebilmektedir. Tezgah üstü piyasalarda karşı tarafın kredi riski bir hayli yüksek olmakla birlikte, bu yolla ortaya çıkan kayıpların bankaların toplam aktifleri içindeki payı düşük kalmaktadır³⁶.
- **Piyasa likidite riski** ise, bir pozisyonun likide edilemeyerek veya ters işlem ile netleştirilemeyerek kapatılamaması riskidir. Piyasa likidite riski, fiyatlarda ya da fiyat dalgalanmalarında ani olarak görülebilecek değişimler sonucu ortaya çıkabilmektedir.

³⁶ 1999'da ABD'de yapılan bir araştırmada, 1998 yılı Aralık sonu itibarıyla, ABD bankalarının tezgah üstü piyasalarda yaptıkları işlemlerde, kredi riski nedeniyle ortaya çıkan kayıplarının 325 milyar Doları bulunduğu, ancak bu rakamın toplam banka aktifleri içindeki payının sadece % 6 olduğu belirtilmektedir (BIS Review, 32/1999).

- **Fonlama riski**, firmanın ödeme yükümlülüklerini veya teminat çağrılarını, fon giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ayarlayamamasından dolayı yerine getirememesi riskini ifade etmektedir.
- **Piyasa riski**, pozisyonların likide edilemeden veya diğer pozisyonlarla netleştirilmeden önce, bilanço veya bilanço dışı pozisyonların değerinin düşmesi riskidir. Tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerde kredi riski söz konusuysen, organize borsalarda gerçekleştirilen işlemlerde piyasa riski daha sıklıkla karşılaşılabilen bir risk türüdür (As Volatility Rises, So Do Derivatives, 1999).
- **Operasyon riski**, bilgi sağlayan sistemlerdeki veya iç kontrol sistemindeki yetersizlikler nedeniyle ortaya çıkabilecek beklenmedik zararlara ilişkin riskleri kapsamaktadır. Piyasaları ölçme, takip ya da kontrol etme konusunda yeterli donanıma sahip olmaksızın girilen türev pozisyonlarda operasyon riski ile karşılaşmak olasıdır. Bu risk türüne ilişkin olarak, risk yönetimi ve iç denetim konuları giderek daha fazla ilgi görmeye başlamıştır. Risk yönetimi zincirinin herhangi bir noktasında oluşabilecek bir kırılma önemli kayıplara yol açabilmektedir.
- **Düzenleme riski (yasal risk)** ise, sözleşmelerin yasal olarak yaptırım gücünün olmadığı veya doğru olarak belgelenemediği durumlarda ortaya çıkabilecek riskleri ifade etmektedir. Yasal düzenleme konusundaki belirsizlik beklenmedik kayıplara neden olabilmektedir.

Sayılan bu riskler, gerçekte sadece türev ürünlere özgü riskler değildir. Türev ürünler dışında kalan pek çok finansal ürün söz konusu risklerle karşı karşıyadır, ancak türev ürün kullanımıyla ortaya çıkabilecek riskler biraz daha karmaşık yapıdadır (Culp ve Mackay, 2001, s. 11).

Spot piyasalardaki işlemler için en büyük riski piyasadaki fiyat değişkenliği oluştururken, vadeli işlemlerin de spot piyasadaki değişimlerden etkilenmeleri bakımından fiyat riskleri bulunmaktadır. Forward, futures ve

swap işlemlerinin spot piyasaya duyarlılığı delta³⁷ adı verilen bir gösterge aracılığıyla ölçülmektedir. Forward bazlı ürünler, bir varlığı gelecekte alma ya da satma yönünde yapılan anlaşmalar olduğu için, forward işlemlerin fiyat riskine ek olarak faiz riski de bulunmaktadır.

Opsiyon işlemlerinde ölçülebilen riskler için gamma³⁸, ve theta³⁹ olarak adlandırılan başlıca iki gösterge kullanılmaktadır. Gamma, deltadaki değişkenliği ölçerek bir opsiyonun ne kadar sürede korunmasız hale gelebileceğini gösterirken, theta riski opsiyonun aşınan zaman değeri olarak nitelendirilmektedir. Opsiyon sözleşmelerine konu olan varlıkların fiyatındaki oynaklık opsiyon fiyatlarını etkilemektedir. Oynaklıktaki değişikliğin sonucu olarak opsiyon pozisyonunun değerindeki değişimin riski vega riski olarak bilinmekte, sadece opsiyonlarda görülen bu riske karşı korunma da yine opsiyon sözleşmeleri kullanılarak sağlanmaktadır.

Swap işlemlerinden özellikle faiz oranları üzerine yapılan swap anlaşmalarında uzun dönemde, sözleşme süresince sadece faizler el değiştirdiğinden sınırlı bir kayıp riski söz konusudur. Döviz kurları, hisse senetleri ya da mal fiyatları üzerine yazılan türev ürünlerde ise, ya anaparalar el değiştirmekte ya da türev ürünün dayandığı varlığın spot piyasadaki fiyat dalgalanmaları daha fazla olmaktadır. Bu nedenle, bu ürünlerde kayıp riski daha yüksektir.

Genel olarak bakıldığında, birçok çevrede türev ürünlerin tek tek riskleri en aza indirmede etkin araçlar oldukları, ancak kaldıraçlı işlemler olduklarından dolayı sistematik riski⁴⁰ artırdıkları düşünülmektedir. Özellikle tezgah üstü türev ürünlerin sistematik riski artırıp artırmadığı pek çok araştırmaya konu olmuştur. Türev piyasalarda az bir bedel ödeyerek çok

³⁷ Delta bir türev sözleşme fiyatının, sözleşmeye konu olan varlığın fiyat değişiminden ne ölçüde etkilendiğini belirten bir göstergedir. Başka bir deyişle, delta spot fiyat bir birim değiştiğinde call ya da put opsiyonunun fiyatının ne kadar değişeceğini gösterir (Erol, 2001. s. 389).

³⁸ Gamma, spot fiyat bir birim değiştiğinde deltanın kaç birim değişeceğini göstermektedir (Erol, 2001. s. 389).

³⁹ Theta call veya put opsiyonu primlerinin zamana göre türevidir. Sözleşme vadesine yaklaştıkça, ekonomide diğer koşulların değişmediği varsayımıyla, call veya put priminin nasıl değişeceğini göstermektedir (Erol, 2001. s. 389).

⁴⁰ Ortak makroekonomik koşulların ya da piyasanın belli bir bölümünü ters yönde etkileyen koşulların tüm piyasaya yayılması sonucu piyasadaki tüm katılımcıları ve ekonomiyi bütünüyle etkileyen riskler genel olarak sistematik ya da piyasa riski olarak tanımlanmaktadır. Tek bir firmayı etkileyen koşulların ortaya çıkardığı risk ise sistematik olmayan risk olarak adlandırılmaktadır. Sistematik risk ekonomiyi bütünüyle etkilediğinden finansal sistemin çökmesine neden olabilmekte, kredi ve ödeme sistemleri ile finansal varlık fiyatlamalarını etkileyerek sistematik bir krize yol açabilmektedir (Bodie ve diğerleri, 1999. s. 202).

büyük miktarda işlem gerçekleştirmek mümkündür, diğer taraftan piyasada beklenilenin tersine bir gelişme olması durumunda da büyük kayıplar söz konusu olabilmektedir. Türev piyasalara girmiş olan bir finansal kuruluş, bu tip kayıplarla karşılaştığında iflas bile edebilmekte, iflas durumunda ise, bu kuruluşa yatırım yapmış ya da borç vermiş olan banka ya da diğer kuruluşların da kayıplarla karşı karşıya kalması söz konusu olmakta ve sistematik risk ortaya çıkmaktadır.

Greenspan (1994), türev piyasalarda bir likidite krizi oluşması, bir piyasada oluşan krizin türev ürünler yoluyla başka piyasalara yansması ya da kredi risklerinin az sayıda aracıda yoğunlaşması durumlarında türev ürünlerin sistematik risklere yol açabileceğini öne sürmektedir. Türev piyasa katılımcıları arasında kredi riskinin artması işlemlerin yoğun olarak tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilmesinden kaynaklanmaktadır. Organize borsaların takas garantisi olmaksızın gerçekleştirilen bu işlemler bir tarafın geri ödememe riskini artırarak diğer tarafların zarara uğramasına yol açabilmekte ve finansal sistemin istikrarını tehdit etmektedir. Türev piyasalarda likidite azalması söz konusu ise, riskten korunma stratejileri çökecek, türev varlıklar ya satılamayacak ya da iskontolu olarak satılacaktır. Kullanıcılar bu durumda ödeme gücüne düşecek ve kriz tüm finansal sisteme yayılacaktır. Finansal sistem içerisindeki büyük bir finansal kuruluşun türev ürün kullanımı sonucu zarara uğraması ya da iflası ise, dünyadaki diğer finansal kuruluşları da etkileyip zarara uğramalarına neden olabilecektir. Finansal gerginlik ortamlarında bu etkileşim daha güçlü bir şekilde hissedilecektir (Greenspan, 1994, s. 594 - 605).

Gorton ve Rosen (1995), türev piyasalara bankaların yoğun olarak katıldıklarını ve herhangi bir bankanın türev ürün kullanımı sonucu uğrayabileceği zararın, ödemeler sistemini etkileyerek reel sektör kredi sisteminin çökmesine yol açacağını belirtmekte, pek çok bankanın aynı pozisyona sahip olması durumunda ise, finansal istikrarın tehlikeye gireceğini öne sürmektedir.

Bazı araştırmacılar ise, yüksek işlem hacimli bir türev piyasanın varlığının, bir ekonomide karşı taraftan kaynaklanan kredi risklerinin ekonomik gerginliklerde yayılma olasılığını artırdığını savunmakta ve bir

ekonomik kriz çıkması durumunda ise, bu kredi riskleri gerçek yükümlülüklerle dönüşebileceğini öne sürmektedir. Türev ürünler ekonomilerde karşı taraftan kaynaklanan kredi risklerinin artmasına yol açabilmekte, kuruluşlar yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düşebilmektedir. Bu çerçevede, türev ürünler sistematik riski olmasa bile sistematik riskin düzeyini artırabilmektedir.

Peek ve Rossengren (1996), finansal sorunlar yaşayan bankaların risk alarak durumlarını düzeltme eğiliminde olduklarını belirterek, türev ürünlerin bankalara istedikleri bu olanağı sunduğunu savunmakta ve bu nedenle, sistematik risk etkisi açısından bu tür bankalardaki türev ürün kullanımının daha yakından takip edilmesinin gerekliliğine dikkat çekmektedirler.

Darby (1994), yukarıda değinilen görüşlere karşıt olarak, tezgah üstü türev ürünlerin sistematik risk üzerindeki etkilerini araştırdığı çalışmasında, tezgah üstü türev ürünlerin gelişiminin; katlanılacak risklerin, bu riskleri üstlenmeye daha elverişli taraflara aktarılmasını kolaylaştırarak sistematik riski azalttığını öne sürmektedir. Darby'ye göre tezgah üstü türev ürün kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte yeni risk yönetimi teknikleri piyasaya sunulmuş ve böylelikle de sistematik risk olasılığı azalmıştır. Finansal türevler değişik risk gruplarının ayrıştırılarak finansal sistem içinde dolaşımına olanak sağlamaktadır. Bu çerçevede, risk taşımak isteyenler, söz konusu riski en az maliyetle taşımaya istekli ve yetenekli olan taraflar olacak, böylelikle de risk taşıma maliyetleri azalırken ekonomik etkinlik artacaktır. Diğer taraftan, türev ürünlerin kullanılmadığı piyasalarda finansal piyasaları büyük ölçüde sarsacak bir şok gerçekleşmesi durumunda, türevlerin yoğun olarak kullanıldığı piyasalar da etkilenecek ancak, değişik riskleri üstlenen farklı gruplar sistemde mevcut olacağından etki diğer piyasalardaki kadar güçlü bir şekilde hissedilmeyecektir (Siems, 1997, s. 11).

Sistematik risk sadece türev piyasalara özgün olarak ortaya çıkabilecek bir risk türü değildir. Bu nedenle, bu piyasaların neden olabileceği riskler araştırılırken, diğer finansal aktivitelerin neden olduğu sistematik risklere oranla türev piyasaların sistematik riskte ne ölçüde etkili olduğunu araştırmak daha yerinde olacaktır (Gibson ve Zimmermann, 1994, s. 5).

Türev ürünler açısından sistematik risk dışında başka riskler de söz konusudur. Tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin karmaşıklığı ve saydam olmayışı kötüye kullanımlara neden olabilmektedir. Ayrıca, türev ürünlerde açığa satışın mümkün olması kuruluş yöneticilerini yasal olmayan yollara başvurmaya itebilmektedir⁴¹.

Türev ürünlerin finansal piyasalarda kullanılmaya başlanmasıyla birlikte, bu riskler çeşitli yatırım araçlarını alan ve satan yatırımcılarının bekledikleri risk/getiri profiline en uygun şekilde yeniden düzenlenebilmektedir. Türev ürünlerin sağladığı risk transferi mekanizması ülkeler arasında sermaye dolaşımını kolaylaştırmaktadır. Ancak, türev ürünlerin giderek yaygınlaşması ekonomilerde istikrarın türev araç kullanımı ile ne kadar etkilendiği konusunda kaygıları da beraberinde getirmektedir. Türev ürün kullanımı nedeniyle kural koyucular ile piyasa katılımcıları arasında şeffaflık azalabilmekte, işlem yapan taraflar türev ürünleri zorunlu sermaye karşılıklarından kaçınmak, muhasebe kayıtlarını kullanarak vergiden kaçınmak gibi amaçlarla kullanılabilir. Aynı zamanda, türev ürünlerin sağladığı daha fazla risk, daha fazla getiri stratejileri nedeniyle piyasa riskinin seviyesi artabilmektedir. Döviz kurlarında ya da diğer piyasa fiyatlarında aşırı oynaklık görülmesi durumunda, açık türev sözleşme pozisyonlarının yarattığı piyasa riski arttıkça gerek finansal sektör, gerekse tüm ekonomi üzerinde oluşan etkinin hızı ve derinliği de artmaktadır.

Sıfır toplamlı oyun (zero-sum-game) olarak da anılan türev piyasalarda, bir tarafın kazancı mutlaka karşı tarafın kaybı anlamına gelmektedir. Ayrıca, türev piyasalar gelecekte oluşacak fiyatlar üzerine kurulduklarından, geleceği tahmin etme güçlüğü dolayısıyla büyük bir kazanç ve kayıp potansiyelini aynı anda taşımaktadır. Sayılan nedenlerle, risk yönetimi yapan bütün kuruluşlarda bu tür faaliyetlerden doğabilecek riskler için gerekli kaynaklar ayrılmalıdır. Bu da, ancak güçlü bir yönetim bilgisi ve iç kontrol sistemlerinin etkin işlemesiyle sağlanabilecektir. İngiltere'de 200 yıllık köklü bir geçmişi olan, Avrupa'nın en eski bankalarından Barings bankası,

⁴¹ Yönetici, başında bulunduğu kuruluşun hisse senetlerinin değer kaybetmesi riskine karşı, türev piyasalarda açığa satış işlemi gerçekleştirerek kendi karını artırma yoluna gidebilir ve kuruluşun finansal açıdan zor duruma düşmesine neden olabilir (Thorbecke, 1995, s. 5)

tüm türevsel riskleri karşılamaya yeterli sermayesi olmadığı halde, Japon ve Singapur futures piyasalarında gerçekleştirdiği işlemlere herhangi bir üst sınır koymaksızın devam etmiştir. Buna ek olarak, etkin bir finansal denetim sisteminin bulunmaması bu ticari bankanın 1995 yılında batışına sebep olmuştur (Gibson ve Zimmermann, 1994, s. 7).

Türev piyasalarda yaptıkları işlemlerden dolayı, 1990'lı yıllarda zor duruma düşen ya da iflasa sürüklenen diğer bazı kuruluşları gösterir tablo aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 3. Türev Ürün Kullanımı Nedeniyle Zarar Eden Kuruluşlar

Kuruluş	Zarar (ABD Doları)	Kullanılan Türev Ürün
Air Products	113 .000.000.-	Döviz Swap Sözleşmeleri
Askin Securities	600.000.000.-	İpoteğe Dayalı Tahviller
Baring Brothers	1.240.000.000.-	Hisse Sen. Endeksi Futures Söz.
Cargill (Minnetonka Fund)	100.000.000.-	İpoteğe Dayalı Türev Ürünler
Codelco Chile	200.000.000.-	Bakır ve Değerli Madenler Üzerine Yazılan Forward ve Futures Sözleşmeleri
Glaxo Holdings PLC	150.000.000.-	İpoteğe Dayalı Türev Ürünler
Long Term Capital Mgt.	4.000.000.000.-	Döv.ve Faiz Or.Üzerine Yazılan Türev Ürünler
Metallgesellschaft	1.340.000.000.-	Enerji Futures Sözleşmeleri
Orange County	2.000.000.000.-	Repo ve Türev Ürünler
Proctor & Gamble	157.000.000.-	Faize dayalı Swap Söz. ve. Opsiyonlar
Enron Corporation	638.000.000.-	Enerji ve Kredi Türev Söz.
Sumitomo Bank	1.800.000.000.-	Bakıra Dayalı Türev Ürünler

Kaynak: Brian Kettel, 1999. Randall Dodd, 2002. Erdoğan ve Kayacan, 1998.

Tablodan da görüldüğü üzere, birçok finansal ve reel sektör kuruluşu türev ürün kullanımı sonucu zarara uğramıştır. Bu nedenle, türev ürünler kullanılırken dikkatli olunması ve kullanım sonucu ortaya çıkabilecek risklerin göz önünde bulundurulması gerekmekte ve türev işlemlerin kuruluşlarda risk ölçüm ve kontrol sistemlerine entegre edilmesi önem taşımaktadır (Chew,1996).

Aynı şekilde, Thorbecke (1995) de, türev ürün kullanılırken bazı kurallara dikkat edilmesi durumunda risklerin faydaları götürmesinin engellenebileceğini savunmaktadır. Öncelikle muhasebe çerçevesi türev ürünleri doğru bir şekilde yansıtacak özellikte olmalı ve kullanılan yöntemler

geliştirilmelidir. Türev ürün aracıları ve son kullanıcıları arasındaki şeffaflık geliştirilmeli, ülkeler arasındaki yasal çerçeve farklılıkları en aza indirilmeye çalışılmalıdır. Ülkeler, türev piyasaların bilinçsiz kullanımının finansal sistem üzerindeki olası olumsuz etkilerine ilişkin bilgi toplama konusunda daha yoğun çaba sarfetmelidir. Özellikle tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin güvenliğini ve yasallığını artırıcı düzenlemeler yapılması gereklidir. Hükümetler, türev piyasaları yoğun kullanan piyasa oyuncularını tespit etmeli ve bu oyuncuların halihazırda kullanmakta oldukları risk yönetimi teknikleri geliştirilmeye çalışılmalıdır (Thorbecke, 1995, s. 17–23).

3.2. Türev Piyasaların Finansal Kriz Dönemlerinde Yüklendikleri İşlevler

Türev piyasaların finansal krizlerde oynadıkları roller pek çok araştırmaya konu olmuştur.

Genel olarak, devalüasyon veya fiyatlarda düşüş görülen ortamlarda döviz forward işlemleri ya da döviz swapları gibi türev işlemlerin finansal kriz etkilerini hızlandırıp derinleştirdikleri düşünülmektedir. Ayrıca, türev ürünler bir ülkedeki ekonomik kriz etkilerinin, başka ülke ekonomilerine de bulaşmasına yol açabilmektedir. Türev işlemlerin büyük çoğunluğu farklı ülkelerdeki taraflar arasında gerçekleştirildiğinden, bir ülkede türev ürün kullanımı sonucu ortaya çıkan kayıplar büyük bir olasılıkla karşı ülkedeki tarafları da etkileyecektir.

Garber (1998), gelişmekte olan ülkelerden ani sermaye çıkışlarıyla ortaya çıkan finansal kriz ortamlarında spekülörlerin forward piyasaları kullanarak spekülatif bir atak başlatabileceklerini öne sürmektedir. Devalüasyon beklentisinin söz konusu olduğu bu tip ortamlarda forward pozisyonlar artacaktır. Dolayısıyla, türev ürünler gerçekte başka nedenlerden kaynaklanmakta olan finansal kriz etkilerini fazlalaştıracaktır. Ayrıca, gelişmekte olan ülke türev piyasalarında işlem yapabilmek için gerekli olan başlangıç teminatları genelde yüksek belirlenmektedir. Örneğin, Doğu Asya finansal kuruluşlarının gerçekleştirdikleri swap sözleşmelerinde istenen teminat oranı yaklaşık swap pozisyonunun % 20'si kadardır. Bir devalüasyon ya da hızlı bir fiyat düşüşü ortamında, yatırılması gereken ilave teminatlar finansal kuruluşları zor durumda bıratabilecektir. Dolayısıyla, bu tip ortamlarda,

teminat ya da marjin tamamlama çağrıları da finansal kriz etkilerini artırabilmektedir (Garber, 1998, s. 20).

Ekim 1987 tarihinde, ABD'de hisse senedi piyasalarında yaşanan kriz sonrasında yayınlanan Brady Raporu'nda⁴², hisse senedi endeksi üzerine yazılan futures sözleşmelerinin krize yol açtığı öne sürülmekte ve gerek hisse senedi piyasalarının, gerekse türev piyasaların istikrara kavuşabilmesi amacıyla öneriler getirilmektedir. Raporla belirtildiği üzere, ellerinde hisse senetleri bulunduran portföy yöneticileri hisse senedi fiyatlarının düşmesi üzerine, zararlarını kapatabilmek amacıyla futures sözleşmeleri satma yoluna gitmişler ve futures sözleşme fiyatları düşmeye başlamıştır. Sonuç olarak, arbitraj karı elde etmek isteyen yatırımcılar futures sözleşmesi alırken, bu kez ellerinde bulunan hisse senetlerini satmaya başlamışlar ve bir finansal kriz yaşanmıştır. NYSE krizinde, hisse senetleri bir gün içinde % 22.61 değer kaybetmiştir. Brady Raporu'na göre Ekim 1987'de yaşanan bu olaylar finansal kriz dönemlerinde türev ürün kullanımının doğurabileceği olumsuz etkilere canlı bir örnek teşkil etmektedir (Culp, 1988, s. 3–5).

Brady Raporu hakkında hem destekleyici, hem de rapora karşıt pek çok görüş vardır. Culp (1988) raporda getirilen önerileri yerinde bulmamakta, raporun özellikle hisse senedi ve türev borsalardaki teminat tutarlarının uyumlaştırılması konusundaki önerilerine iki piyasa teminat sisteminin birbirinden farklı yapılarda olmasından dolayı karşı çıkmaktadır.

Doğu Asya finansal krizinin 1987 krizine benzeyen yönleri bulunmakla birlikte iki kriz arasında belirgin farklılıklar da bulunmaktadır. En belirgin farklılık yabancı yatırımcılar tarafından oynanan rolde kendini göstermektedir. Pek çok araştırmacı, Doğu Asya krizinde en fazla yabancı yatırımcıları suçlu bulmaktadır. Yabancı sermayenin ülkeden aniden çekilmesi krizin boyutlarını genişleterek, Asya hükümetlerinin ve IMF'nin yanlış politikaları ile birleşmiş ve bir finansal panik yaşanmasına neden olmuştur. Finansal krizin Güneydoğu Asya'da hızla yayılması sonucunda

⁴² ABD'de, piyasa mekanizmalarını incelemekle görevli bir çalışma grubu tarafından Ekim 1987 krizini takiben hazırlanmıştır. (Culp, 1988. s. 1)

Kore Hisse Senedi Borsası (KSE) 'nda, Ağustos-Aralık 1997 döneminde yoğun bir çekiliş yaşanmıştır. 24 - 28 Ekim arasındaki 4 günlük dönemde KOSPI 200 endeksi % 20.72 değer kaybetmiştir. Hong Kong Borsası'nda ise Hang-Seng endeksi 20 - 23 Ekim döneminde % 23.34 değer kaybetmiştir (Ghysels ve Seon, 2000, s. 3).

Doğu Asya ve Rusya'da, türev piyasa kullanımı dolayısıyla ortaya çıkan kayıplar çoğunlukla tarafların yükümlülüklerini yerine getirememelerinden kaynaklanmıştır. 1997 ve 1998 yıllarında gerçekleşen bu kayıplar, Rusya'da Rus firmalarının gerçekleştirdiği Dolar-Ruble üzerine yazılmış forward sözleşmelerden kaynaklanmıştır. Doğu Asya'da döviz forward işlemleri ve swaplar hem yerli, hem de yabancı yatırımcılar tarafından döviz kuru riskini en aza indirebilmek amacıyla sıklıkla kullanılmaktadır. Yabancı yatırımcılar, Doğu Asya'daki finansal kuruluşlara kredi kullanırken veya bonolara yatırım yaparlarken, kendilerini ters yönlü ekonomik gelişmelerin olumsuz etkilerinden koruyabilmek amacıyla put opsiyonlarına sıklıkla başvurmuşlar, ekonomik sıkıntı ortamlarında bu opsiyonları işleme sokarak finansal piyasaları likidite sıkıntısına sokmuşlardır.

Ghysels ve Seon'un (2000), finansal kriz döneminde türev ürünlerin rolü ve Asya finansal krizinin nedenlerini irdeledikleri çalışmalarında, Asya'daki finansal erimeye iyi bir örnek teşkil ettiği düşünülen Kore piyasaları⁴³ incelenmiştir. Çalışmada, öncelikle türev araçların kriz sırasındaki rolü incelenmiş, daha sonra da yerli ya da yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri türev işlemlerin kriz sırasında istikrarı bozucu etkileri olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ghysels ve Seon, Kore futures piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin krizin artmasına katkıda bulunduğunu, futures ve spot fiyatlar arası farkın giderek azaldığını ve Kore krizi sırasında negatif hale geldiğini belirtmektedir. Futures işlemlerinin KSE krizi üzerindeki etkileri incelenirken, Kore hisse senetlerinde görülen fiyat dalgalanmalarıyla 1987'deki NYSE krizi sırasındaki hisse senetlerinin spot ve

⁴³ Gelişmekte olan ekonomilerde futures ve opsiyon piyasaları çok gelişmiş olmamasına rağmen Kore'de canlı bir futures piyasası bulunmaktadır. Krizden iki yıl önce işlem görmeye başlayan KOSPI 200 endeksi futures sözleşmeleri hızla gelişmiştir. Krizin hemen öncesi Temmuz 1997'de ise, borsaya yabancı yatırımcı katılımını engelleyen kurallar kaldırılmıştır. Bu tarihten sonra futures işlem hacmi kriz sonrasında kadar bir artış göstermiştir (Ghysels ve Seon, 2000, s. 3).

futures piyasalarda göstermiş olduğu hareketler de karşılaştırılmakta, KOSPI 200⁴⁴ ve S&P 500'ün performansı incelenmektedir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre, Kore futures piyasası işlem hacmi kriz sırasında artmış, piyasadaki satış baskısı spot piyasalara da yansiyarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Kriz öncesi dönemde görülmeyen bu olaylar futures piyasalarının bu krizde oynadığı rolü ortaya sermektedir. Araştırmada, hangi tür yatırımcının gerçekleştirdiği futures işlemlerinin kriz döneminde istikrarı bozucu bir etkisi olduğu da incelenmiş ve yabancı yatırımcıların futures piyasası işlemlerinde kriz öncesi dönemde bir artış görüldüğü ve kriz sırasında pek çok yabancı yatırımcının bir arada hareket ederek piyasalarda bir satış baskısı oluşturdukları sonucuna varılmıştır. Ghysels ve Seon, futures işlemlerinin krizdeki etkilerini görmezden gelmenin, yabancı yatırımcıların Asya finansal krizindeki etkilerini olduğundan az göstereceğini düşünmektedirler.

Benzer görüşleri savunan Dodd (2000), türev ürünlerin 1997'deki Doğu Asya krizinde oynadığı rolü irdeleyen çalışmasında, bölgede 1990'larda türev ürünlerin kullanımının bölgeye gerçekleşen sermaye akışlarının gelişimi ile paralel bir gelişim gösterdiğini belirtmektedir. Türev ürünler banka kredileri, hisse senetleri, bonolar ve diğer doğrudan yatırım araçlarının yol açabileceği riskleri en aza indirerek, sermayenin gelişmiş sermaye piyasalarından gelişmekte olan ülke ekonomilerine akımını kolaylaştırmış, ancak, diğer taraftan da krizin temellerinin atılmasında yıkıcı bir rol oynamışlardır. Türev ürünler risk yönetiminde etkin araçlardır ancak, yeni risklere yol açarak özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin istikrarını bozabilmektedirler. Türev ürünler aynı zamanda, muhasebe kurallarını farklı şekilde kullanarak vergiden kaçınmak isteyen yatırımcıların bu girişimlerini de kolaylaştırıcı bir etkiye sahip olmuşlardır. Makro ekonomik boyutta bakıldığında, türev ürünler öncelikle ekonomileri finansal krizlere daha hassas hale getirmiş, kriz başladıktan sonra da aşağı gidişi hem hızlandırmış, hem de derinleştirmişlerdir.

⁴⁴ KOSPI (Korean Stock Price Index) 200 endeksi, Kore hisse senedi piyasasında kote edilen hisse senetlerinin önde gelen 200 tanesinden oluşmakta ve Kore ekonomisinin bütün sanayi gruplarını temsil etmektedir.

1997 krizi öncesi dönemde sermaye akışı, Doğu Asya'daki özel sektör firmalarına yönelmiş olduğundan ve değişik yatırım araçlarını kapsadığından değişik bir risk dağılımı tablosu sergilemektedir. Hisse senedi ve hazine bonolarına yapılan yatırımların neden olduğu piyasa ve kredi riskleri; 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. Böylelikle, gelişmekte olan bu bölge ülkelerinin ekonomileri Amerikan faiz oranları değişikliklerinin ve Doların değerinde görülen değişikliklerin yaratacağı risklerden etkilenmemiş olacaktırlar. Türev ürünler, bu gelişmelere paralel olarak uluslararası piyasalarda yapılacak yatırımların risklerini daha iyi yönetebilmek amacıyla yaygınlaşmaya başlamıştır. Türev ürünlerin gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ülkelere yönelen bu sermaye akımı kompozisyonundaki başlıca rolü riskleri; bu riskleri almak istemeyen ya da en aza indirmek isteyenlerden, riskleri kar elde edebilmek amacıyla yüklenmeye hazır ve istekli olanlara aktarılması olmuştur. Ancak, türev ürünlerin artan kullanımı, gelişmekte olan ülkelerde istikrarın bozulmasına yol açan yeni risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yabancı para cinsinden verilen krediler; yabancı yatırımcıyı kredi riski ile, kredi kullanan yerli firmaları ise döviz kuru riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Sabit faizli kredi kullandıran yabancı bir kuruluş faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmış, yerli kuruluş ise, değişken faizli kredi kullandığında faiz oranı riski ile karşılaşmıştır. Diğer taraftan, uzun vadeli kredi kullandıran yabancı kuruluş daha fazla kredi riski ile karşılaşırken, yurtdışından kısa vadeli kredi sağlayan yerli kuruluş likidite riski ile karşı karşıya kalmıştır. Hisse senetleri ise yabancı yatırımcıları, bir yandan döviz kuru dalgalanmalarının, hisse senedi fiyatlarının ve belirsiz kar payı dağıtımlarının yol açtığı piyasa riski ile, diğer taraftan da kredi riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Hazine bonoları ise, yabancı yatırımcıyı kredi riski ile piyasa faiz oranı riskine maruz bırakmıştır (Dodd, 2000).

Dodd, Doğu Asya krizinden çıkarılacak önemli politika dersleri olduğuna işaret etmekte, türev ürünler ve piyasalar konusunda bir takım

öneriler sunmaktadır. Dodd'a göre, finansal düzenlemeler türev işlemleri raporlama gereksinimlerini de içermeli, sermaye yeterliliği rasyoları türev ürünlerin piyasa risklerini de yansıtır bir şekilde güncellenmeli, varlık ve yükümlülük bulundurmaya düzenleyen kurallar türev ürünleri de içerecek şekilde düzenlenmelidir. Yasal düzenlemeler yapılırken, türev ürünlerin sermaye akımlarını kolaylaştıracak şekilde kullanımı özendirilmelidir.

3.3. Spot ve Türev Piyasalar Arası İlişki

Spot piyasa fiyatları bir yandan reel ekonominin yatırım ve tasarruf kararlarında belirleyici rol oynarken, diğer taraftan da türev piyasa fiyatlarının temelini oluşturmaktadır. Tanım olarak türev bir işlemin fiyatı, üzerine yazıldığı varlığın fiyatından türetilmektedir. Dolayısıyla, spot piyasalar ve türev piyasalar arasında tek yönlü bir ilişki bulunduğundan bahsetmek teorik olarak yanlış olmayacaktır. Ancak, türev piyasa fiyatlarının da spot piyasa fiyatları üzerinde etkisi vardır. Teorik türev ürün fiyatları bir takım formüller⁴⁵ kullanılarak, piyasa fiyatları ise, piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Teorik fiyat ile piyasa fiyatı arasında farklılık olması durumunda, yatırımcılar spot piyasa ile türev piyasa arasında, her iki piyasada birbirine ters yönlü pozisyon alarak⁴⁶ arbitraj yapma olanağına kavuşacaktır. Arbitraj olanağı, her iki piyasada da fiyatlar teorik seviyelerine geri dönene kadar devam edecektir. Dolayısıyla, türev piyasa fiyatlarında görülen dengesizlik durumu spot piyasa fiyatlarını etkileyecektir (Vroljik, 1997, s. 9).

Türev ürün fiyatlarında görülen hareketlerin, spot piyasa fiyatları üzerindeki etkisi, özellikle fiyat dalgalanmalarına neden olup olmadıkları çeşitli araştırmalara konu olmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkelerdeki finansal otoriteler, döviz dayalı vadeli işlemlerin neden olduğu fiyat dalgalanmalarının spot döviz piyasalarında istikrarsızlığa yol açarak döviz kuru politikalarını sarsacağı endişesi taşımaktadırlar. Özellikle, standart türev sözleşmelerin bu ülkelerdeki spot piyasaları ne şekilde etkilediği

⁴⁵ Ör: Black ve Scholes Opsiyon Fiyatlama Formülü

⁴⁶ Yatırımcı türev piyasada uzun pozisyon alırken, spot piyasada türev işlem konusu varlık için kısa pozisyonda kalmayı tercih edecektir.

akademisyenlerin, finansal kurumların ve piyasa düzenleyicilerinin ilgi odağı olmaktadır (Jochum ve Kodres, 1998, s. 15).

Spot ve türev piyasalar arasındaki fiyat hareketleri teorik olarak birbiriyle bağlantılıdır ancak, nedensellik ilişkilerini deneysel olarak kanıtlamak bir hayli zordur. Futures ve forward piyasalarını kapsayan çalışmalarda genelde fiyat dalgalanmalarının fazla artmadığı saptanmıştır. Opsiyon piyasalarına ilişkin çalışmalarda ise ikna edici fazla bulgu yoktur.

Aydoğan (1998), hisse senedi endeksi üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmelerinin, spot hisse senedi piyasasının fiyat oynaklığı ve likiditesi üzerindeki etkilerini ele alan araştırmacıların çalışmalarından yararlandığı incelemesinde, türev piyasalarda yaşanan tecrübelerin, bu piyasaların spot piyasalar üzerindeki etkilerinin her zaman istenilen yönde olmadığı kuşkusunu artırdığını belirtmektedir. Aydoğan'a göre, türev piyasaların spot piyasaları olumsuz yönde etkilediği görüşünü savunanlar, özellikle futures sözleşmelerinin piyasaya sunulmasıyla birlikte spot piyasalarda oynaklığın arttığını, türev piyasaların riski azaltmak isteyenler yerine, spekülörlerin akımına uğrayarak büyük ölçüde istikrarsızlığa neden olduğunu ve spot piyasalarda likiditenin azaldığını ileri sürmektedirler. Aydoğan, vadeli işlem sözleşmelerinin spot piyasa oynaklığı üzerindeki etkileri incelenirken, sözleşme vade bitiminin yol açacağı kısa dönemli oynaklıktan çok uzun dönemli etkinin dikkate alınması gerektiğini öne sürmektedir. Aydoğan'a göre düşük işlem maliyetleri ve teminat oranları spekülörleri türev piyasalara çekmektedir. Spekülörler dolaylı olarak spot piyasadaki oynaklık ve istikrarsızlıktan sorumlu tutulmaktadır ancak, spot piyasadaki yüksek oynaklık spekülörler sayesinde artan bilgi akışının doğal bir yansıması olarak ortaya çıkmaktadır.

Aydoğan, vadeli işlem sözleşmelerinin spot piyasa oynaklığı üzerindeki etkilerini ampirik olarak ölçmek için spot piyasa oynaklığını vadeli işlemler öncesinde ve sonrasında karşılaştırmakta ve oynaklığı etkileyebilecek başka etmenleri de göz önüne almaktadır. Bu sınıma bulguları kesin bir sonuç ortaya koyamamaktadır. Aydoğan'ın çalışmalarından yararlandığı bazı araştırmacılar spot piyasalardaki fiyat oynaklığında bir fark bulamazken, diğer bazı araştırmacılar spot piyasalardaki

oynaklığın yükseldiğine işaret etmektedirler. Ayrıca bu tip çalışmalarda ele alınan dönem oldukça önemlidir. Bu dönemde tüm piyasalarda artan bir oynaklık söz konusu ise, bu oynaklık artışında türev araçları tek başına sorumlu tutmamak gerekmektedir.

Piyasaların etkin bir şekilde çalışması piyasadaki likiditeye bağlıdır. Aydoğan, vadeli işlemlerin alım satımının spot piyasalardaki likidite üzerinde etkileri konusunda, Jagadeesh ve Subrahmanyam'ın 1993'te NYSE'deki alım-satım marjlarını S&P 500 vadeli sözleşmeleri öncesi ve sonrası itibariyle kıyasladıkları çalışma sonuçlarına değinmektedir. Bu çalışmaya göre, vadeli endeks sözleşmelerinin spot piyasada alım-satım marjını azaltmadığı, buna karşılık marjların az da olsa arttığı yolunda bazı deliller olduğu sonucuna varılmıştır (Aydoğan, 1998, s. 19).

Jochum ve Kodres (1998) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, gelişmekte olan ülkelerden türev araçları kullanmaya başlayan Meksika, Brezilya ve Macaristan'da spot ve vadeli döviz piyasaları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, bu iki piyasa arasında güçlü bir bağlantı bulunduğu ve piyasaların birinde gerçekleşen bir finansal yeniliğin, diğer piyasada da önemli etkilere yolaçtığı saptanmıştır. Ancak, bir işlem gününü geçen süreçlerde her iki piyasanın ağırlıklı olarak spot döviz kurlarının hareketine göre şekillendiği belirtilmektedir. Aynı zamanda, türev araç sözleşmelerinin piyasalara sunumunun döviz kurunun istikrarını bozmayacağı konusunda güçlü bulgular elde edilmiştir. Ayrıntılı testlerde varılan sonuçlara göre vadeli işlem piyasalarına geçilmesi; ya Meksika örneğinde görüldüğü gibi spot piyasada istikrar sağlayıcı etki doğurmaktadır ya da Brezilya ve Macaristan örneklerinin sergilediği üzere, döviz kuru önemli ölçüde etkilenmemektedir.

Erdoğan ve Kayacan (1998) yaptıkları incelemede, türev piyasalara geçişin spot piyasadaki fiyat oynaklığı ve likidite üzerindeki etkilerini irdelemiş ve genel olarak, söz konusu etkilere ilişkin incelemelerde ele alınan dönemlere⁴⁷ ve piyasadaki yatırımcıların bilgi yapısına⁴⁸ dikkat edilmesi

⁴⁷ Vadeli işlemlerin tanıtılmasıyla spot piyasa volatilitesinin değişip değişmeyeceği incelenirken hangi dönemlerin incelemeye alındığı çalışma sonuçlarını etkileyebilmektedir (Erdoğan ve Kayacan, 1998, s. 45).

gerektiği sonucuna varmışlardır. Erdoğan ve Kayacan, türev piyasalara geçişle birlikte, spot piyasalarda fiyat oynaklığının azalacağını ve piyasa yapısındaki birimlerin organizasyonel etkinliğinin artacağını öne sürmekte, buna örnek olarak da Kore Borsası'nda vadeli işlem uygulamasına geçilmesiyle birlikte spot piyasa volatilitesinin azalmasını ve futures fiyatlarının spot piyasa fiyatları için yol gösterici olmaya başlamasını göstermektedirler.

Özet olarak belirtmek gerekir ki, spot ve vadeli işlem piyasalarında oluşan fiyatlar konusunda, her iki piyasanın birbiriyle ilişkili olduğunu ve makul sınırlar içinde birlikte hareket ettiklerini söylemek yanlış olmayacaktır. Çünkü, iki piyasa arası büyük fiyat farklılıkları olması arbitraja yol ačarak çok sayıda yatırımcının bu imkanı kullanmak istemesine neden olacak, sonuç olarak iki piyasa fiyatları arasındaki fark eski seviyelerine gerileyecek ve yeni arbitraj olanakları ortadan kalkacaktır.

3.4. Merkez Bankaları Para Politikaları ve Türev Piyasalar

Merkez bankaları para politikaları ve türev piyasalar arasındaki ilişkilerin irdelendiği bu bölümde öncelikle türev piyasaların merkez bankası para politikaları ačısından önemine değinilmekte, daha sonra ise merkez bankalarınca türev ürünlerin hangi amaçlarla kullanıldığı incelenmektedir. Ayrıca, merkez bankalarının para politikalarını yürütürken kullandıkları türev ürünlere de yer verilmektedir.

3.4.1. Merkez Bankaları Ačısından Türev Piyasaların Önemi

Ticari bankalar ve aracı kuruluşlar gibi finansal kuruluşlardan farklı olarak, çok çeşitli politika sorumlulukları olan merkez bankalarının türev piyasalara olan ilgisi gün geçtikçe artmaktadır. Türev ürün piyasalarının finansal sisteme ve bir bütün olarak ekonomiye olan etkilerinin merkez bankası para politikaları ačısından önem taşıyan yönleri bulunmaktadır.

⁴⁸ Piyasanın fiyat oynaklığı ile yatırımcı davranışı ve bilgisi arasında da bir ilişki söz konusudur. Türev piyasaya geçişle birlikte, yanlış bilgili spekülátör sayısı da artabilecek, bu da bir yandan piyasa likiditesini artırırken bir yandan da fiyatların dalgalanmasına neden olabilecektir (Erdoğan ve Kayacan, 1998. s.40).

Türev piyasaların merkez bankası para politikaları açısından önemi öncelikle politika yansımalarının ekonomi üzerindeki etkisinde kendini göstermektedir. Merkez bankaları para politikalarının, başlıca hedefleri fiyat istikrarını sağlamak ve para arzını kontrol ederek enflasyonu düşürmektir. Merkez bankaları para tabanı, günlük faiz oranları gibi araçlar kullanarak piyasadaki likiditeyi kontrol etmekte ve böylelikle parasal büyümeyi etkilemektedir. Merkez bankası para politikaları finansal piyasaları, finansal varlık fiyatlarının vade ve likidite yapılarını değiştirerek doğrudan etkilemektedir. Fiyat oluşumu ise, ekonomik birimlerin tüketim ve tasarruf kararlarını yönlendirerek sonuçta tüm makro ekonomik göstergeleri etkilemektedir. Türev ürünler, sadece yeni yatırım ve tasarruf araçları sunmakla kalmamakta, aynı zamanda finansal sistemi bütünüyle etkileyerek geleneksel para politikalarının ekonomiye yansıma mekanizmalarını da değiştirmektedir. Türev piyasalar ve spot piyasaların birbiriyle bağlantılı olması, türev piyasaların finansal varlıkların işlem hacmini artırarak piyasalara yeni fiyat bilgisi sunmaları ve piyasalar arası arbitraj olanaklarını daha az maliyetli hale getirmeleri gibi etkenler finansal varlık fiyatlarının para politikası değişikliklerine daha çabuk tepki vermelerine neden olmaktadır (Vrolijk, 1997, s. 7).

Latter (2001) merkez bankaları açısından türev piyasaların önemini finansal altyapı, gözetim, bilgi ve işlemler olmak üzere 4 başlık altında toplamaktadır. Latter, merkez bankalarının temel hedeflerinden birinin, finansal altyapının kendi müdahaleleri olmaksızın istikrarlı olması ve gelişmesi olduğunu belirtmekte, bu çerçevede, türev ürünlerin riskten korunmayı kolaylaştırarak finansal kuruluşlara daha geniş hizmet sunma olanağı sağladıklarını ve aracılık faaliyetlerinde etkinliği artırdıklarını vurgulamaktadır. Türev ürünler faydalı oldukları kadar, bir ölçüde risk de taşımaktadırlar. Bu nedenle, merkez bankaları bu ürünlerin işlem gördükleri piyasaları denetlemek durumunda kalmaktadır. Merkez bankalarının bu gözetimi baskı yapıcı bir nitelikte olmaktan çok, türev piyasaların yol açabileceği riskleri önlemeyi amaçladığından, piyasaların işleyişine ve risklerin anlaşılmasına önem verilmektedir.

Merkez bankalarının finansal sistemde oluşabilecek likidite riskinin ölçümü ve gözetimi konusunda da etkin bir rolü vardır. Bu çerçevede, türev ürünlerin piyasada işlem görmesinin spot piyasadaki likiditeyi ne ölçüde etkileyeceği, riske yol açıp açmayacağı merkez bankaları tarafından yakından takip edilmelidir (Gibson ve Zimmermann, 1994, s. 1).

Türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalarda oluşan fiyatlar, merkez bankalarının, beklentileri ve duyarlılığı takip ettiği piyasa verilerini tamamlar niteliktedir. Örneğin, döviz üzerine yazılan türev ürünlerin fiyatları dövizin gelecekte beklenen oranına ilişkin tahminleri yansıtmaktadır.

Zaman zaman da bazı merkez bankalarının türev piyasalara ve özellikle de türev piyasalar nedeniyle artan spekülasyona karşı oldukları gözlenmektedir.

Türev ürünlerin yaygın olarak kullanımının yaratabileceği bir takım sorunlara dikkat çeken Dodd (2002), söz konusu sorunların genelde muhasebeleştirme ve şeffaflık konuları etrafında yoğunlaştığını belirtmektedir.

Türev ürünler kullanılarak ödemeler, alacaklar ve gelirler bir dönemden diğer bir döneme aktarılabilirdiğinden, yatırımcılar türev ürünleri muhasebe kayıtlarını manipule etmek amacıyla kullanabilmektedir. Dodd, çalışmasında IMF açısından türev ürünlerin yaygın kullanımının yarattığı olumsuz etkilerden de söz etmekte ve IMF'nin bu etkileri en aza indirebilmek amacıyla, üye ülkelerdeki ödemeler dengesi ve muhasebeleştirme sistemlerinin türev ürünleri de yansıtacak şekilde yeniden yapılandırılmasını gerekli gördüğünü belirtmektedir (Dodd, 2000, s. 18).

Dodd, türev ürünlerin iki nedenle şeffaflık sorununa yol açabildiğini savunmaktadır: 1. Türev ürünler firmaların, bankaların ve merkez bankalarının risk profillerini ölçmede kullanılan bilançolarının anlamını bozmaktadır. 2. Özellikle tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen türev işlemler hem sistematik bir şekilde raporlanmamakta, hem de taraflar arası anlaşmalar olduklarından hükümetler tarafından denetlenememektedir. Bilançolarda varlık ve yükümlülükler arası vade farkı faiz oranı riskini, varlıklar ve yükümlülüklerdeki yerli ve yabancı para dağılımı ise döviz kuru

riskini göstermektedir. Kredi riski ise, kredi kullanıcılarının kredibilitesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Türev ürünlerin bilanço dışı işlemler olmaları nedeniyle, toplam üstlenilen riskler ile bilançoda yansıtılan riskler arasında farklılık oluşmaktadır. Merkez bankaları bilançoları açısından, bu şeffaflık sorunu, ekonomik çevrelerce merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale edebilme yeteneğini yansıtan uluslararası rezervler değerlendirilirken problem çıkarmaktadır. Merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale edebilme yeteneği, sabit kur rejimlerinde olduğu kadar, dalgalı döviz kuru rejimlerinde de, özellikle spekülasyon atakları ya da finansal gerginlik dönemlerinde önem taşımaktadır. Dolayısıyla, merkez bankalarının uluslararası rezervlerini doğru bir şekilde açıkladıkları ancak, gelecekte forward ya da swap sözleşmelerden dolayı satmayı taahhüt ettikleri tutarları açıklayamadıkları dönemlerde sorun ortaya çıkacaktır.

Türev ürünlerin yoğun kullanıldığı ortamlarda karşı tarafın kredibilitesini değerlendirmek de zorlaşmaktadır. Tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin kayıtlı olmaması ve denetlenememesi yetkililerin piyasalardaki manipülasyonu tespit edip önlemelerine engel olabilmektedir.

Türev piyasalar özellikle sabit döviz kuru rejimi altındaki ekonomilerde finansal istikrarı tehdit edebilmektedirler (Dodd, 2000, s. 24). Türev ürünler, sabit kur rejiminin başarısına karşı yatırım yapanlar için finansal kaldıraç etkisini artırmakta ve söz konusu yatırımcıların işlem maliyetlerini düşürmektedir. Genelde, spekülasyon olarak adlandırılan bu yatırımcıların döviz satarak gerçekleştirdikleri işlemlerin maliyetlerinin düşürülmesi daha fazla yatırımcının piyasalara girmesine neden olarak, daha fazla merkez bankası müdahalesini gerekli kılacaktır. Türev piyasaların sabit döviz kuru rejimlerinde işlemesi durumunda ise, merkez bankası dövizini hem spot, hem de forward piyasada belirli bir bant içinde tutmaya çalışacaktır. Merkez bankalarının uluslararası rezervleri döviz piyasaları işlem hacmi ile karşılaştırıldığında bir hayli azdır. Dolayısıyla, piyasaya müdahale etme potansiyeli de kısıtlanmaktadır. Türev piyasalar ise, teknik olarak sınırsız bir büyüklüğe sahip olduğundan spot piyasalarla birlikte merkez bankası müdahalesi için gerekli olan işlem hacmini bir hayli artırmaktadır. Sabit kur rejimlerinde, türev işlemlerle ortaya çıkan fiyat keşfetme mekanizmaları,

piyasalara gelecekte bir devalüasyon olarak yansıyabilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranları gelişmiş ülke ekonomilerine oranla daha yüksektir. Bu faiz oranı farklılıkları, forward kurların spot kurlardan daha yüksek olmasına yol açmakta, ulusal para; faiz oranı farkı kadar değer kaybetmektedir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerdeki kredi piyasaları etkin olarak işlemiyorsa piyasa yapımcıları bunu hesaba katacaklar ve türev sözleşmeleri fiyatlandırırken, fiyatlara piyasa risk primini de ilave edeceklerdir.

3.4.2. Türev Piyasaların Merkez Bankalarınca Para Politikası Aracı Olarak Kullanılma Nedenleri ve Kullanılan Türev Ürünler

Türev ürünlerin merkez bankaları tarafından, para politikası aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı gerek akademik çevrelerde, gerekse para politikalarını uygulayan çevrelerde uzun yıllardır tartışılmaktadır. Merkez bankalarının, döviz üzerine yazılmış forward sözleşmeler ve opsiyonlar kullanarak döviz kuru istikrarı sağlayabileceğine ilişkin örnekler mevcuttur ancak bunu başarıyla uygulayan ülke deneyimi oldukça azdır.

Taşıdıkları riskler nedeniyle finansal istikrarı tehdit edebilen ve finansal kriz etkilerinin derinleşip yaygınlaşmasına katkıda bulunabilen türev işlemler zaman zaman merkez bankaları tarafından da gerçekleştirilmektedir. Blejer ve Schumacher (2000), merkez bankalarının, türev piyasaları hem kendi para politikası araçları olarak kullandıklarını, hem de piyasa katılımcısı olabildiklerini belirtmektedir (Blejer ve Schumacher, 2000, s. 17).

Merkez bankaları döviz üzerine yazılmış forward, opsiyon ya da swap sözleşmelerini döviz piyasası araçları olarak kullanarak döviz kurlarını, repo anlaşmalarını ise para piyasası aracı olarak kullanarak faiz oranlarını etkileyebilirler. Ancak, bu işlemleri merkez bankalarının kendi pozisyonları için türev piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemlerden ayırmak gereklidir. Merkez bankaları türev piyasalara girip kendi adlarına işlem de yapabilmektedir. Eğer merkez bankası bu piyasaya kar elde etmek amacıyla giriyorsa, diğer portföy yöneticilerinin izlediği yöntemleri izlemeli, belli ilkeleri gözetmeli ve uygun risk kontrollerini uygulayabilmelidir. Ayrıca, kar elde

etmek amacıyla gerçekleştirilecek bu işlemler bankanın para politikası hedefleri ile çelişmemelidir.

Bazı gelişmekte olan ülke merkez bankalarının, türev araç piyasalarına aktif olarak katılarak, örneğin forward piyasalarda işlem yapmaları ya da opsiyon piyasalarını kullanarak örneğin Dolar karşısında kendi ulusal paralarına olan güveni artırmaya çalışmaları türev piyasaların merkez bankalarınca para politikası aracı olarak kullanımına örnek olarak gösterilebilir. Spot döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalan merkez bankaları için türev araç piyasaları alternatif bir yöntem sunmaktadır. Merkez bankaları spot piyasalara olduğu gibi forward piyasalara da; piyasa aşırı talepli olduğunda satış, arzın fazla olduğu durumda ise alış yaparak müdahale edebilirler. Ancak, dalgalı döviz kuru rejimlerinde gerek spot, gerekse de forward kurların piyasada serbestçe oluşmasına izin verilmekte sadece olağandışı ya da spekülatif fiyat hareketlerinin gerçekleşmesi halinde kurlara müdahale edilmektedir. Merkez bankalarının forward piyasalarda yapacakları alış ya da satışlarla ileri bir tarihte piyasaya çıkacak yerli paranın kontrolü kolaylaşmaktadır. Merkez bankalarının türev piyasalara müdahale edebilmeleri durumunda spot döviz piyasası üzerindeki baskı hafiflemekte, günlük döviz müdahalelerine gerek kalmamaktadır.

Blejer ve Schumacher merkez bankalarının türev piyasalarda aşağıda sıralanan nedenlerle işlemler gerçekleştirdiklerini belirtmektedirler (Blejer ve Schumacher, 2000, s. 20).

Piyasaların etkin ve likit hale gelmesi: Pek çok ülkede türev piyasalar derinlik kazanmamış durumdadır. Bu nedenle de, yatırımcılar yeterli riskten korunma ve risk yönetimi araçlarına sahip olamamaktadır. Böyle ortamlarda, merkez bankaları yeni finansal araçlar yaratılması ve finansal piyasalarda likiditenin artırılması amacıyla türev piyasaların gelişmesi için çaba harcayacak ve işlemler gerçekleştirebilecektir.

Sabit kur rejimi ya da hedef kur bandını koruma: Merkez bankaları forward ve swap sözleşmeleri gibi türev işlemleri döviz kuru dalgalanmalarını azaltmak, mevcut kur rejimini veya hedef bandı korumak ve spot piyasalarda spekülasyonun yayılmasını önlemek amacıyla

kullanılmaktadırlar. Spot piyasalara müdahaleden çok türev piyasa müdahalelerine başvurulmasının iki önemli nedeni vardır. Bunlardan birincisi, merkez bankalarının türev piyasa müdahaleleri ile kur rejimini koruma hedeflerine para arzını etkilemeksizin ve uluslararası rezervleri yoğun olarak kullanmaksızın ulaşabilmesidir. Bu anlamda, türev piyasa müdahaleleri sterilize edilmiş müdahalelere benzemektedirler. İkincisi ise, türev piyasa müdahalesinin, spot döviz piyasalarında aşırı spekülasyon atakların söz konusu olduğu ortamlarda bankalar ve aracı kuruluşların üzerindeki baskıyı hafifletmek açısından kullanılabilmesidir. Normal koşullarda bankalar ve dealerlar döviz kuru riskinden korunmak için işlem yapacak karşı tarafı rahatlıkla bulabilmektedir. Ancak, piyasa beklentilerinin aynı yönde olduğu ortamlarda piyasa katılımcıları karşı taraf bulamayacaklarından türev piyasaları riskten korunma amaçlı kullanamayacak ve sentetik işlemlerle riskten korunmaya çalışacaklardır. Dealerlar açısından tatminkar olan bu durum merkez bankalarınca istenmediğinden merkez bankası türev piyasaya girecektir. Döviz piyasalarında gerginliğin söz konusu olduğu bu tip ortamlarda sabit kuru ya da hedef bandı korumaya çalışan bir merkez bankası ulusal para üzerindeki satış baskısını azaltıp, yabancı paraya yönelişi durdurmaya çalışacak ve spot piyasa üzerindeki baskıyı hafifletmek için ya forward sözleşme satacak ya da put opsiyonu yazacaktır. Bu yöntemle, spot piyasada spekülasyonun yayılmasını da önlenebilecektir.

Finansal sistem istikrarı ile uygulanan döviz kuru rejimi arasındaki uyumsuzlukların azaltılması: Bu tip bir uyumsuzluk, devalüasyon beklentilerinin artması durumunda ortaya çıkabilir. Devalüasyon beklentisi ile döviz piyasalarında baskılar yoğunlaşacak, bankacılık sisteminde bir likidite krizi ortaya çıkabilecek ve ulusal faiz oranları yükselebilecektir. Son borç verme mercii sıfatıyla merkez bankası, yükselen faiz oranları nedeniyle zarara uğrayan bankalara likiditeyi para piyasalarında sağlamaya çalışacaktır. Ancak, bu sıfatla bankalar fonlanırken gerçek likidite ihtiyacı olan bankalar ile merkez bankasından sağladığı likidite ile döviz piyasasında spekülasyon yapmak isteyen bankaların ayrımını yapmak bir hayli zor olacaktır. Bu durumda, merkez bankası fazla likit olmayan türev piyasalara

girerek, spot piyasalarda ilave bir baskı yaratmaksızın, bankalara spekülasyon yapmaları için alternatif bir yöntem sunmayı tercih edebilecektir.

Döviz piyasalarında istikrar sağlanması: Merkez bankasının uluslararası rezerv olarak tuttuğu para cinsi üzerinden put opsiyonu yazması döviz piyasasında istikrarı otomatik olarak sağlayacaktır. Döviz kurunun değer kazanması durumunda, put opsiyonu satın alanlar opsiyonun kendilerine verdiği hakkı kullanarak döviz merkez bankasına satacaklar, böylelikle merkez bankası ulusal paranın değer kazandığı ortamlarda rezerv biriktirecek, spot piyasalara müdahale etmek durumunda kalmayacaktır.

Bazı gerekli ortamlarda para politikaları yönetiminde alternatif araçlar bulunması: Son yıllarda, ulusal likidite yönetiminde döviz swaplarının kullanımını destekleyen pek çok görüş ortaya atılmıştır. Özellikle, bütçe fazlası veren ya da iç borç tutarının az olduğu ülkelerde, merkez bankaları ulusal tahvillere dayalı repoları kullanarak piyasalara likidite sağlama yolunu pahalı bir yol olarak görebilir. Bu durumda, merkez bankası bir anlamda döviz üzerine yazılmış repolar olan döviz swaplarını kullanma yoluna başvurabilir ve ulusal likidite yönetiminde geçici bir mekanizma yaratmış olurlar. Bu işlemler uluslararası rezervlerin seviyesini değiştirmeksizin ulusal likiditeyi geçici olarak artırmaktadır.

Türev piyasaların merkez bankalarınca müdahale aracı olarak kullanılmasının yaratacağı bir takım olumsuz sonuçlar da söz konusudur. Merkez bankaları bu nedenle zarara uğrayabilirler. Ayrıca, türev piyasalara çok az bir maliyetle müdahale edilebilmesi önemli politika kararlarının ertelenmesine neden olabilmektedir.

Breuer (1999), merkez bankalarının döviz piyasalarında döviz kuru istikrarı sağlamak amacıyla kullanabilecekleri döviz opsiyonlarının yarattığı fırsatları ve taşıdıkları riskleri incelemektedir. Breuer'in belirttiğine göre, merkez bankaları opsiyon piyasalarını döviz kuru istikrarını sağlamak amacıyla kullanacaklarsa opsiyon sözleşmesi almaktan çok, opsiyon yazma stratejisini benimsemelidirler. Opsiyon sözleşmelerini alan tarafın merkez bankası, sözleşmeleri yazan tarafın ise piyasa katılımcıları olduğu düşünülürse, piyasa katılımcılarının opsiyon satmaktan kaynaklanan

kısa/açık pozisyon riski ile karşı karşıya kalmaları söz konusu olacaktır. Piyasa katılımcıları, yerli para üzerine yazdıkları kısa opsiyon pozisyonlarını riskten korumak için yerli parayı spot piyasada satacaklar, bu da döviz piyasasında fiyatları aşağı getirecektir. Bu durumda da, yerli parayı tekrar alıp satarak pozisyonlarını yeniden ayarlama yoluna gideceklerdir ki, böyle bir ortamda fiyatlar aşırı hareket etmeye başlayacak ve döviz kuru fiyat oynaklığı artacaktır. Merkez bankasının opsiyon satması durumunda ise, piyasa katılımcıları uzun pozisyon riski ile karşı karşıya kalacaktır. Bu riskten korunmak amacıyla spot piyasada yapılan yerli para alış ve satışları aşırı fiyat hareketlerini önleyecek biçimde olacağından döviz kuru dalgalanmaları azalacaktır. Bu yöntem merkez bankasına, spot piyasalara müdahale etmeye gerek kalmaksızın kurlardaki aşırı dalgalanmaların önüne geçebilme olanağını sunmaktadır. Ayrıca, merkez bankalarının opsiyon piyasalarına müdahalesi spot piyasalara yapılan müdahaleden daha az maliyetli olabilecektir, çünkü bu yolla bir yandan getiri artarken, bir yandan da zarar toplanan opsiyon primleri sayesinde belli bir oranda azalmaktadır. Opsiyon yazma stratejisi, özellikle, döviz kurunun bir bant dahilinde dalgalanmasının hedeflendiği kur politikalarında, merkez bankasının bu bantı koruma konusunda kredibilitesini de artıracaktır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, merkez bankasınca opsiyon yazmaktan kaynaklanan sınırsız zarar riskinin en aza indirilmesi için gerekli önlemlerin alınmasıdır (Breuer, 1999, s. 27–30).

Opsiyon piyasalarının merkez bankalarınca kullanımına örnek olan, Meksika Merkez Bankası'nın ihale yöntemiyle opsiyon satışlarına ilişkin açıklamalar dördüncü bölümde yer alan Meksika Örneği başlığı altında sunulmaktadır.

Futures piyasalarının merkez bankalarınca para politikası aracı olarak kullanılması konusunda ise Ağustos 1996'da, Tayland para otoritelerinin Baht üzerindeki spekülasyon atakları önlemek amacıyla döviz piyasasında izledikleri yolu örnek olarak vermek mümkündür. Spot döviz piyasalarındaki müdahaleyi sterilize edebilmek amacıyla para otoriteleri futures piyasalarına girerek işlem yapmış ve spot piyasada alınan her birim Baht karşılığında, futures piyasada iki hafta vade ile bir birim Baht satılmıştır.

Ancak, bu şekilde piyasadan likidite çekilmesi sadece iki hafta sürmüŒ, dolayısıyla bu yöntem, piyasalardaki spekülasyonu önlemede uzun vadeli bir çözüm getirememiŒtir (Vrolijk, 1997, s. 25).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALAR VE ÖRNEK ÜLKE DENEYİMLERİ

4.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Türev Araç Piyasaları

Ekonominin istikrarlı bir seyir izlediği ülkelerde, türev araç piyasaları genellikle etkin bir şekilde işlemektedir. Ancak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler arasında, türev araçları başarıyla kullanan örnekler bulunmakla birlikte, çoğu ülkede bu piyasaların işleyişe yönelik sorunlar nedeniyle etkinlik kazanamadığı gözlenmektedir.

Dünyada, vadeli işlem piyasasına geçişte ekonominin gelişmişlik düzeyi ve ürün tercihi dikkati çeken unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır. Gelişmiş ülkelerde, söz konusu piyasalar, gelişmekte olan ülkelere göre daha önce kurulmuştur. Gelişmiş ülke piyasalarında, faiz ve dövizle ilişkin türev sözleşmeler çok yoğun işlem görmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde türev ürünlerin yoğun kullanımından bahsetmek mümkün değildir (Erdoğan ve Kayacan, 1999, s. 23–25).

Gelişmiş ülkelerdeki şirketler, risk yönetimini ve dolayısıyla türev ürünleri; borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi, borçlanma kapasitesinin ve net nakit akımının artırılması gibi nedenlerle yoğun olarak kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde, şirketlerin karşılaştıkları riskler gelişmiş ülkelere oranla, daha büyük ve daha az tahmin edilebilir düzeydedir. Bu ülkelerde, tipik olarak enflasyonla birlikte, devalüasyon önemli riskler olarak ortaya çıkmakta, bu nedenle, bir yandan şirketlerin ufku daralırken, diğer yandan da türev ürünlerin vadeleri kısalmaktadır. Şirketler düşük faizlerin cazibesine kapılarak yabancı para cinsinden borçlanmakta ve devalüasyon riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Ayrıca, yurtdışına para çıkarmanın kısıtlanabilmesi riski firmaları bir hayli tedirgin etmektedir. Buna rağmen, türev ürün kullanımı

gelişmekte olan ülkelerde de yavaş yavaş ilgi görmeye başlamıştır (Bensman, 1993, s. 1).

Gelişmekte olan ülkelerde, döviz piyasalarındaki fiyat dalgalanmaları hem çok yüksek, hem de tahmin edilmesi çok güçtür. Bu ülkelerdeki piyasa katılımcıları döviz kurundaki fiyat dalgalanmalarına karşı etkin riskten korunma araçları kullanmalıdır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülke piyasaları, gelişmiş ülke piyasalarına göre daha fazla dikkat edilmesi gereken piyasalardır.

Tsetsekos ve Varangis (1998) türev ürün piyasalarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine risk aktarımı, fiyat oluşturma ve bilginin kamuya daha fazla açık olması gibi faydalar sağladığını ancak türev piyasaların finans, sermaye ve mal piyasalarında gerçekleştirilmesi gereken reformların yerine kullanılmaması gerektiğini öne sürmektedirler. Araştırmacılar, tüm dünyadaki organize türev ürün borsalarını inceledikleri çalışmalarında aşağıda belirtilen saptamalarda bulunmuşlardır:

- Bir organize türev ürün borsasının başarısı, benimsenen borsa yapısına ve işlem gören ürün çeşitlerine bağlıdır.
- Ülkelerde borsa yapılanmaları farklılık göstermektedir.
- Hükümetler borsalara ilişkin olarak doğrudan ya da dolaylı olarak düzenlemeler yapmaktadır. Ayrıca, borsaların kendi düzenleyici yapıları vardır.
- Piyasa yapıcılık sistemleri genelde doğrudan emir iletimi ve günlük hesap netleştirmelerine dayanmaktadır ancak, elektronik sistemlere de ilgi giderek artmaktadır.
- Borsaların çoğunda takas işlemleri kendi bünyelerinde gerçekleştirilmektedir.
- Eski borsalar öncelikle mal üzerine yazılmış türev ürünleri piyasalara sunmuşlardır. Yeni faaliyete geçen borsalar ise, piyasaya öncelikle finansal türev ürünleri sunmaktadırlar.
- Borsalarda ulusal hisse senedi üzerine yazılan türev ürünlerin başarı şansı, ulusal faiz oranları ya da döviz üzerine yazılan türevlere oranla daha fazla olmuştur.

- Türev ürünlerin piyasalara sunulması hisse senedi türevleri hariç, gelişmekte olan ülke piyasalarında gelişmiş ülke piyasalarına göre daha fazla zaman almaktadır.

Yukarıda değinilen hususlara ek olarak, Bensman'ın (1993) belirttiği üzere, gelişmekte olan ülkeler borsalarına yabancı sermayeyi çekmek istediklerinde yapmaları gereken türev ürünlerin işlem gördüğü piyasaları geliştirmek olmalıdır. Türev ürünler, gelişmekte olan ülkelerde ortak özellik olarak görülen aşırı döviz kuru dalgalanmalarına karşı yabancı yatırımcılara riskten korunma imkanı ve kolaylığı sağlamaktadır.

Günümüzde, gelişmekte olan ülkelerin türev ürünlerine giderek artan miktarlarda yatırım yapılmaya başlanmıştır. Ancak, bu piyasaların taşıdığı likidite riski, aşırı fiyat dalgalanmaları, devalüasyon ve politik istikrarsızlık gibi riskler türev ürünlerin gelişmesini engellemektedir. Diğer bir deyişle, gelişmekte olan ülkelerin türev araç piyasaları, yabancı katılımcılar için bir yandan karlı yatırım olanakları sunarken, bir yandan da onları bu piyasalara girmek konusunda tereddütte bırakmaktadır. Söz konusu ülkelerde, türev araç piyasalarına katılımı engelleyen bir başka neden de türev işlem maliyetlerinin bir hayli yüksek olmasıdır. Buna ek olarak, gelişmiş ülke türev araç piyasalarının aksine, gelişmekte olan ülkelerin türev ürünleri sadece tek varlık ya da sınırlı sayıda sepet varlıklar üzerine yazılmaktadır. Oysa, gelişmiş ülkelerde pek çok varlığın türev işlemlere konu olduğu ve değişik türev ürünlerin sürekli geliştirildiği gözlenmektedir. Yine bu tip piyasalarda, türev ürünün üzerine yazıldığı varlığın spot piyasalarda yoğun olarak işlem görmemesi yeni türev ürünlerin gelişimini engelleyici bir faktördür.

Son yıllarda görülen bir gelişme de, artan uluslararası rekabet sonucunda bazı ülke piyasalarınca diğer ülke türev ürünlerinin, o ülkede kurulmuş bulunan yerel borsalardan önce piyasaya sunulmasıdır. Londra Uluslararası Finansal Futures ve Opsiyonlar Borsası (LIFFE), Alman markı bazında çıkarılan Alman devlet tahviline (bund) ve üç aylık faiz oranına dayalı türev işlemlere 1988 yılı sonlarına doğru Almanya'daki Deutsche Terminbörse (DTB)'den daha önce başlamıştır. Bunun sonucunda, Almanya'nın faize dayalı futures sözleşmeleri işlem hacmi LIFFE'nin gerisinde kalmıştır. Dolayısıyla Kim'in belirttiği gibi, "...eğer bir ülke, kendi

sermaye piyasasının türev piyasası açılması için yeterince gelişmiş veya yeterince büyük olup olmadığına karar veremezse, ülkenin global rakipleri bunu yapmaktadır"(Kim, 1998, s. 62).

4.2. Örnek Ülke Deneyimleri

4.2.1. Meksika Örneği

Türev ürün piyasası uygulamaları içinde, en çok dikkati çeken gelişmekte olan ülke örneği Meksika'dır. Meksika'da türev araç piyasalarına ilk olarak 1992'de, ekonomik beklentilerin de iyi olduğu bir dönemde geçilmiştir. Sözleşmeler, organize bir borsa olan MEXDER (Mercado Mexicano de Derivados) kurulana dek Mexican Stock Exchange (MSE)'de alınıp satılmış, aracı kurum olan takas bankası (clearing house) öngörülmemiş, türev araçlar tezgah üstü piyasalarda işlem görmüşlerdir (Hernandes-Trillo, 1999, s. 153 – 177).

Meksika'da futures sözleşmeleri, yerel kuruluşların ve Meksika bankalarının türev piyasalar konusunda isteksiz davranması nedeniyle yerel organize borsadan önce CME bünyesinde alınıp satılmaya başlanmıştır. Peso futures sözleşmeleri Nisan 1995'ten itibaren, CME'de işlem görmeye başlamıştır ve 500.000 Yeni Meksika Pesosu üzerine yazılmaktadır. Bu durum, daha sonra kurulan yerel borsanın etkin bir şekilde işlememesine yol açmıştır. Meksika Türev Borsası MEXDER, 1998 yılında kurulmuş olmasına rağmen, Meksika Pesosuna dayalı futures işlemlerinin büyük bir kısmı halen ülke dışında, CME bünyesinde gerçekleştirilmektedir. Başlangıçta yatırımcılar CME'ye kaymış olduklarından yerel borsa CME kadar aktif olamamıştır. Bu yatırımcıları tekrar yerel borsaya çekmek oldukça güçtür. MEXDER'in piyasaya katılımı teşvik etme konusunda karşılaştığı önemli bir sorun da, sözleşme miktarlarının CME sözleşmelerinden daha düşük tutulmuş olmasına rağmen, Meksika'da özellikle orta büyüklükteki firmaların risk yönetimi kavramının pek bilincinde olmamaları olarak gösterilmektedir (Cass, 1999, s. 2).

Meksika hazine bonoları (CETES), Amerikan bonolarına göre daha yüksek getiriye sahiptir. Ancak, döviz kurundaki ters yönlü bir hareket bu tip araçların riskini artırmaktadır. Bu riskin büyük bir bölümü, bir yandan Meksika

hazine bonolarına yatırım yapılırken, bir yandan da CME'de işlem gören Meksika Pesosu üzerine yazılmış futures sözleşmeleri kullanılarak azaltılabilmektedir. Örnek olarak, yabancı bir yatırımcının vadesinde 1.000.000 Peso elde etmek üzere, 91 günlük bir Meksika Hazine Bonosu aldığını düşünebiliriz. Yatırımcı bonoyu iskontolu bir fiyattan almıştır ve 91 günün sonunda 1.000.000 Peso kazanacaktır. Bu dönem içerisinde, Meksika Pesosu Amerikan Doları karşısında değer kaybına uğrarsa, yatırımcının vade bitiminde 1.000.000 Meksika Pesosunu Dolara çevirirken bir kaybı söz konusu olacaktır. Öyle ki, yine aynı dönemde Pesonun Dolar karşısındaki değer kaybı çok fazla olursa, yatırımcı bu işlemde elde edebileceği tüm getiriye de kaybedebilecektir. Yatırımcının karşı karşıya kaldığı bu döviz kuru riski, Peso üzerine yazılmış futures sözleşmeleri kullanılarak en aza indirilebilmektedir. Ancak, burada unutulmaması gereken, döviz kurlarında ters yönlü bir hareket olmaması durumunda yatırımcının getirisinin futures sözleşmesi satın almaktan dolayı azalacağı olgusudur (Hedging Mexican Money Market Instruments with the CME Mexican Peso Futures Contracts. <http://www.cme.com/market/currency/strategy/mexhedgi.html>).

Meksika'da türev ürünlerin gelişiminde merkez bankası politikaları da etkili olmuştur. Meksika Merkez Bankası (Banco de Mexico), opsiyon piyasalarını yabancı para rezervini artırabilmek için kullanmak istemiş ve 17 Temmuz 1996'da opsiyon sözleşmelerini bir ay vadeli ihale yöntemiyle piyasalara sunacağını duyurmuştur (Breuer, 1999, s. 4). Banco de Mexico, bu yöntemle döviz olarak rezerv birikimini sağlamak amacıyla, bankaların kendisine bir işgünü öncesinde ilan edilen fişing kuru üzerinden döviz satmasına olanak sağlayan bir opsiyon mekanizmasına işlerlik kazandırmıştır. Merkez bankasınca, her ayın başında ilan edilen bir tutar için, bankalara döviz satma hakkı (put opsiyon) ihalesi düzenlenmekte, ihale sonucu Peso karşılığı Dolar satma hakkı elde eden banka, bu hakkı bir aylık süre içerisinde herhangi bir işgününde kullanabilmektedir. Prim ödemelerinin Peso üzerinden yapıldığı bu opsiyon satışları sonucunda, Banco de Mexico sözleşmenin geçerli olduğu süre içerisinde herhangi bir işgününde opsiyon sözleşmesinin alıcısından Peso karşılığı Dolarları almakla yükümlüdür. Geleneksel opsiyon sözleşmelerinin aksine, belirli bir opsiyon fiyatı

belirlenmemektedir. Opsiyon hakkı kullanıldığında işlem merkez bankasının bir önceki gün belirlediği döviz kuru üzerinden gerçekleştirilmektedir. Banco de Mexico'nun ihale yöntemiyle piyasaya sunduğu put opsiyon sözleşmeleri, Pesonun Dolara karşı değer kazanması durumunda opsiyon alıcıları tarafından işleme konulacaktır. Dolayısıyla, Banco de Mexico'nun ABD Doları rezervi biriktirebilmesi için, Meksika Pesosunun değer kazanmış olması gerekmektedir.

Ağustos 1996'dan itibaren başlayan bu opsiyon satışları yoluyla rezerv birikimi sağlanmış, merkez bankası yabancı parayı döviz piyasalarında satın almakla uğradığı rezerv kaybını en aza indirmeyi hedeflemiştir. Böylelikle, bankanın döviz kurları üzerindeki baskısı ve piyasalara yanlış yorumlanacak sinyaller göndererek Pesoda spekülative bir atağa yol açması riski de önlenmiş olmaktadır. Bu opsiyon satışları yapılırken mümkün olan en yüksek yabancı para rezervini biriktirmek amaçlanmakla birlikte, piyasada Dolar arzının fazla olduğu dönemlerde Doların piyasadan satın alınmasını ve arzın az olduğu dönemlerde satın alma eğiliminden kaçınılmasını öngören politikalar benimsenmektedir. Bu yöntemle rezerv biriktirme, döviz kurunun değer kaybına uğradığı dönemlerde riskli olabilmektedir. Bu ortamlarda, opsiyon sözleşmesi sahipleri, aynı anda satış haklarını kullanmak isteyecekler ve Banco de Mexico'nun Dolara aşırı talep olduğu bir dönemde piyasadan yapacağı alış Peso üzerindeki devalüasyon etkisini artıracaktır. Bu riski azaltabilmek için opsiyonun ancak döviz kurunun daha önceden belirlenen düzeyin altında kalması durumunda işleme sokulacağı kuralı getirilmiştir (Carstens ve Werner, 1999).

Özetle, Meksika Merkez Bankası Banco de Mexico, uygulamaya koymuş olduğu bu opsiyon satışı stratejisi sayesinde döviz piyasalarına doğrudan müdahale etmemekte ve doğrudan müdahalenin döviz kurunda yol açabileceği aşırı dalgalanmalar önlenmektedir. Sonuçta, yabancı para rezervi spot piyasaları etkilemeden artırılmış olmaktadır.

Breuer'e (1999) göre Banco de Mexico'nun bu stratejisi, bir merkez bankasının opsiyon piyasalarına ilk resmi katılımı olması açısından da önem taşımaktadır.

4.2.2. Brezilya Örneği

Latin Amerika ülkelerinin hem nüfus, hem de zenginlik bakımından önde gelen ülkesi olan Brezilya yabancı yatırımcıların ilgi odağı olmaktadır. Son yıllarda, yapılan para politikaları değişiklikleriyle gerçekleştirilen yapısal reformlar Realin istikrarını ve bu ülkeye yapılan yatırımları artırmıştır.

Brezilya'da forward sözleşmelerin alınıp satıldığı ilk borsa olan Sao Paulo Commodities Exchange (BMSP), 1917 yılında ihracatçılar, iş adamları ve mal üreticileri tarafından kurulmuştur. Zamanla BMSP sayesinde ülkede tarımsal mallarda, özellikle de kahve, canlı hayvan ve pamuk ürünlerinde zengin bir ticaret geleneği yerleşmiştir (Amaral, 2002).

1979 yılında Sao Paulo Borsası'nda işleme açılan alım opsiyonları ülkenin hisse senedi piyasalarında öncü bir başlangıç olmuştur. Bu piyasanın açılmasıyla birlikte, Borsa, aracı kurum ve yatırımcıların teknik eğitimlerinin yanısıra idari kurumların aydınlatılması ve bilgilendirilmesi görevini de üstlenmiştir. Katılımcılar için eğitim programları düzenlenmiş ve 1982 sonrası opsiyon işlemleri Brezilya'da bir hayli yerleşmiş ve hisse senetlerine dayalı satım opsiyonları piyasası da açılmıştır. Bu gelişmeyi, 1985 yılında Merchantile ve Futures Exchange (BM&F)'in kurulması izlemektedir. BM&F kısa sürede dünyanın sayılı türev araç borsaları arasına katılmıştır (Unis, 1998).

Mayıs 1991'de BMSP ve BM&F işlemlerini birleştirme kararı almışlar ve yeni borsanın adı Bolsa de Mercadorias & Futuros (Brezilya Ticaret ve Futures Borsası) olmuştur. Söz konusu borsa, Ocak 2000 itibariyle Chigaco (CME), Paris (Euronext NV), Singapur (Sinagapore Exchange- Derivatives Trading), Madrid (MEFF-The Spanish Financial Futures and Options Exchange) ve Montreal (Montreal Exchange) borsalarının oluşturduğu Globex Alliance⁴⁹'a üye olmuştur.

⁴⁹ Globex Alliance, dünyada futures ve opsiyon işlemleri için oluşturulmuş ilk elektronik ticaret ağıdır. Bu ağa üye olan kuruluşlar tarafından 24 saat boyunca; döviz, hisse senedi,faiz oranı ve çeşitli mallar üzerine yazılan futures ve opsiyon işlemleri gerçekleştirilebilmektedir. Yatırımcılara sunduğu geniş ürün yelpazesi yanında, üye kuruluşların takas odaları da birbirine bağlanmakta ve takas işlemleri kolaylıkla gerçekleştirilebilmektedir. Globex' te gerçekleştirilen işlem hacmi 2001 yılında 81,9 milyon, 2002 yılında ise 184,6 milyon ABD doları civarında olmuştur (<http://www.cdcc.ca/english/links/alliance.htm>. 9.11.2002).

Brezilya Merkez Bankası (Banco de Brazil), BM&F'i ülkenin ilk döviz takas odasını kurmak ve yönetmekle görevlendirmiş, Nisan 2002 tarihinden itibaren, BM&F'nin takas odası olan BM&F Foreign Exchange Clearinghouse faaliyete başlamıştır. Günümüzde, pek çok finansal çevre, BM&F'i dünyanın en büyük 10 türev borsası arasında değerlendirmektedir⁵⁰.

BM&F'in piyasaya sunduğu ürünlere, yapılan işlemlere ve takas faaliyetlerine ilişkin yasal düzenlemeler Banco de Brazil ve Brezilya Hisse Senetleri ve Döviz Komisyonu (CVM) tarafından gerçekleştirilmektedir.

BM&F bünyesinde Bovespa endeksi, döviz, döviz değişim oranları, faiz oranları, altın, şeker, kahve, soya, mısır, pamuk, büyükbaş hayvan gibi futures ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Tezgaah üstü piyasalarda ticareti yapılan ürünler de elektronik işlem sistemine sokulmuş, faiz oranı swapları başlatılmıştır. Yabancı yatırımcıların, uzun vadeler sunulmadığı için girmek istemediği hisse senetleri opsiyon piyasalarında, en az bir yıl vadeli ABD Doları bazlı opsiyon işlemlerine başlanmış ve umulandan hayli fazla başarı getirmiştir. Türev ürün piyasalarının Brezilya'da başarılı olmasının bir nedeni nakit ve spot piyasaların katılımcı sayısı ve işlem hacmi bakımından oldukça büyük olmasıdır (Unis, 1998).

Brezilya türev ürün piyasasında pek çok finansal aracı kuruluş işlem yapmaya yetkilidir. Ülkede gerçekleştirilen türev ürünlerin büyük bir çoğunluğu faiz oranı ve döviz üzerine yazılmaktadır. Brezilya türev ürün piyasalarının, özellikle faiz oranı ve döviz üzerine yazılan sözleşmelerin başarısının bir diğer nedeni de sağlam alt yapıya ek olarak ülkenin hayli dalgalı olan ekonomik ortamıdır. Özellikle faiz oranları ve döviz kurlarında görülen aşırı dalgalanmalar türev piyasaları yatırımcılar için cazip hale getirmiştir. Mal fiyatları üzerine yazılan türev ürünler ise, Brezilya hükümetinin izlemekte olduğu destekleyici tarımsal politikaların etkisiyle finansal türevlerin gösterdiği başarıyı yakalayamamıştır (Rodrigues, 1996, s. 7).

Brezilya Real sözleşmeleri CME bünyesinde de işlem görmektedir. Sözleşme büyüklüğü 100.000.- Brezilya Reali olarak belirlenmiştir. Bu

⁵⁰ Brazilian Merchantile and Futures Exchange (BM&F) Case Study. 16 Kasım 2001.

sözleşmeler de, CME'de işlem gören diğer futures sözleşmeleri gibi alıcılarına çeşitli olanaklar sunmaktadır. Real sözleşmelerinin CME'de işlem gören döviz üzerine yazılan geleneksel futures sözleşmelerinden farklı yönleri vardır. Sözleşme ayının üçüncü Çarşamba gününü takip eden ikinci işgününe kadar alınıp satılabilmekte olan geleneksel sözleşmelerin aksine, Real sözleşmeleri teslim aylarından önceki ayın son işgününe kadar işlem görebilmektedir. Geleneksel sözleşme ayları olan Mart, Haziran, Eylül, ve Aralık ayı dışında, iki yakın ay da listelerde gösterilmektedir. Sözleşme vadesi dolduğunda Brezilya Reali ile Amerikan Doları fiziksel olarak değiş tokuş edilmemektedir. Son mutabakat Banco de Brazil tarafından belirlenen Dolar / Real kuru üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bu sözleşmelerin fiyatları da, diğer sözleşmelerde olduğu gibi spot piyasa fiyatları, Amerikan faiz oranları, Brezilya faiz oranları ve vadeye kalan gün sayısı esaslarına göre belirlenmektedir. Brezilya Reali futures sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonlar ise "Amerikan türü (American Style)" olup vade bitimi öncesi herhangi bir tarihte işleme sokulabilmektedir (Brazilian Real Futures and Options Contract Specifications. <http://www.e-analytics.com/fu114.htm>).

Banco de Brazil zaman zaman, Meksika Merkez Bankası gibi türev araç sözleşmelerini, döviz piyasalarına dolaylı müdahale aracı olarak kullanmaktadır. Bu tip bir işlemi, Brezilya Reali üzerinde baskıların arttığı 1997 Ekim'inde gerçekleştirmiş ve BM&F'de gerçekleştirilen işlemlere önemli boyutta taraf olmuştur (Brazilian Derivatives Market. http://emgmkts.com/rsearch/brazilian_sec/securities_industry.htm).

Günümüzde, Brezilya türev ürün piyasaları, vadeli piyasalarda gerçekleştirilen işlem hacmi bakımından ilginç bir örnek oluşturmaktadır. Brezilya borsalarında yaklaşık olarak 7 milyar ABD Doları tutarında sözleşme işlem görmektedir. Bu tutarın 2 milyar Doları Brezilya Realinin ABD Dolarına karşı yazıldığı futures sözleşmeleridir. Dünyadaki türev hacmi içerisindeki payı çok düşük olmasına rağmen, Brezilya türev piyasaları; gelişmekte olan ülke piyasaları arasında gözle görülür bir başarı sağlamıştır (BIS Review, Eylül 2002).

Gelişmiş ülkelerdeki kurumlar, işlem yaptıkları kuruluşlarda detaylı risk yönetimi yapıldığına emin olduklarından karşı taraf riskini almaya daha

kolay cesaret edebilmektedirler. Gelişmekte olan ekonomilerde ise, özellikle tezgah üstü piyasalarda işlem yapan kurumlar için karşı taraf riskini almak kolay değildir. Brezilya, bu bakımdan da önemli bir örnektir çünkü işlemlerin büyük çoğunluğu organize borsalarda gerçekleştirilmektedir.

4.2.3. Kore Örneği

Kore Borsası'nda endekse dayalı futures ve opsiyon piyasalarının yapılandırılabilmesi için çalışmalar, 1980'li yılların ortalarında başlamıştır. Kore'de ilk düzenli türev işlemler piyasası 3 Mayıs 1996 tarihinde endeks futures sözleşmeleri ile faaliyete başlamıştır. 1997'de ise endekse dayalı opsiyon piyasaları açılmıştır (Kim, 1998, s. 62).

1989 başlarında, Kore hisse senedi piyasasında görülen dalgalanmaları takiben, yatırımcıların piyasa risklerini kontrol edebilmeleri amacıyla çoğunlukla üniversite profesörlerinden oluşan bir komitenin piyasanın türev ürün ticaretine hazır olup olmadığını incelemesi öngörülmüştür. Komitenin yaptığı incelemeler; tahıl, canlı hayvan, et ve madenler gibi mallara dayalı türev ürünlerin, bazı ürünlerin tekel altında olması, dağıtım kanallarının yetersiz olması, hükümet kontrolü ve fiyatlandırma mekanizmasındaki belirsizlik gibi nedenlerden dolayı ekonomik uygunluğunun olmadığını göstermiştir. Ayrıca, bu ürünlerin kalite ve ticari birim olarak standardize edilmesinin güç olması ve imalatçıların çoğunun vadeli işlemlerden yararlanmak için çok küçük olmaları gibi nedenler de söz konusu komitenin kararını etkilemiş, türev piyasalara finansal türev ürünlerle geçilmesinin daha uygun olacağı öne sürülmüştür. Uzun ve kısa vadeli faiz oranları, döviz ve hisse senedi fiyat endeksi gibi finansal ürünler; piyasa büyüklüğü, fiyat değişkenliği, standardizasyon koşulları ve piyasadaki serbestleşme düzeylerine göre incelenmiştir. Tahvil piyasalarının hem birinci, hem de ikinci el piyasalarının yeterince olgunlaşmamış olması, kısa vadeli piyasaların yabancılara kapalı olması, döviz piyasasının ise hem çok küçük, hem de kambiyo mevzuatının katı hükümleri altında olması gerekçeleriyle istenilen koşullara en uygun ürünün hisse senedi endeksi olduğu sonucuna varılmıştır. İşlem hacmi ve fiyat oynaklığı bakımından yeterince büyük

olması⁵¹, yeterli sayıda katılımcı bulunması Kore hisse senedi piyasasına türev piyasalara geçiş için uygun koşulları sunmuştur. Hisse senetleri piyasasının hükümet etkisi altında olmasına rağmen bilgi yayılma hızı ile profesyonel yatırımcılar ve yatırım danışmanlığı firmalarının sayısında görülen artışlar piyasayı hızla uluslararası hale getirmiştir. Bu değişiklikler piyasayı hükümetin zor kullanma taktiklerinden bağımsız olarak, kendi ayakları üzerinde durmaya ve daha etkin olmaya zorlamıştır. Yapılan analizler, Komite'nin hisse senedi endeksine dayalı futures işlemlerin başarı şansının diğer finansal türevlere kıyasla daha yüksek olduğu yolundaki saptamasını güçlendirmiştir. Komite daha sonra hangi türev ürünün piyasaya öncelikle sunulacağı üzerinde çalışmış, piyasa katılımcılarının türev piyasaları tanımalarına yeterli zaman bırakmak amacıyla bir seferde sadece bir ürünün piyasaya sunulması uygun görülmüştür. Fiyat değişikliklerine olan hassasiyet, vade yapıları, işlem maliyetleri ve likidite konularında yapılan incelemelerden sonra, Komite öncelikle endekse dayalı futures sözleşmelerinin, daha sonra endekse dayalı opsiyonların ve sonrasında ise, tek tek hisse senetleri üzerine yazılacak opsiyon sözleşmelerinin piyasaya sunulması tavsiyesinde bulunmuştur. Borsada ilk kez işlem görecektür ürünün ne olacağına karar verildikten sonraki aşama, finansal sistemde hisse senedi endeksine dayalı türev piyasaların kurulmasının faydaları konusunda hükümeti ikna etme ve piyasaları ve halkı eğitime çabaları olmuştur.

Bu çerçevede, hisse senedine dayalı futures işlemlerinin; hisse senedi portföy yatırımlarının sistematik risklerinin yönetiminde önemli araçlar olduğu, toplam piyasa portföyünün gelecekteki hareketlerini doğru tahmin etmek için yeni yatırım araçları olarak kullanılabileceği ve vadeli işlem fiyatlarının piyasa katılımcılarına gelecekteki spot piyasa fiyatlarının yönünü tahmin etme olanağı vereceği vurgulanmıştır. Endeks futures sözleşmelerinin riskten korunma sağlamak yoluyla hisse senedi piyasasının genel kalitesini zenginleştireceği, böylelikle de vadeli işlemlere konu teşkil eden spot hisse

⁵¹ 1989 yılı rakamlarına göre Kore'de hisse senedi piyasası kapitalizasyonu 119 milyar \$(GSMH'nın %68'i), dolaşımdaki hisse sayısı 4,2 milyar \$, toplam işlem hacmi ise 102 milyar \$ seviyesindeydi. Bu rakamlar hisse senedine dayalı türev piyasalara sahip Avusturya, Finlandiya, İsveç gibi ülkelerle kıyaslandığında Kore piyasasının başarı şansının yüksek olduğunu göstermekteydi. 1990 yılında aylık değişimin standart sapması ile ölçülen Kore hisse senedi piyasası fiyat oynaklığı ABD ve Japonya'dan daha yüksek olmuştur (Kim, 1998, s. 63).

senedi piyasasının likiditesinin ve pazarlanabilirliğinin gelişeceği, sonuçta da genel olarak finansal sistemin kalitesinin artacağı belirtilmiştir.

Kore'deki futures piyasası başlangıçta kurumsal yatırımcılara yönelik olarak şekillendirilmiş, yüksek işlem birimi ve asgari teminat koşulu bireysel yatırımcıların piyasaya yoğun katılımını engelleyecek şekilde belirlenmiştir. Ancak, Temmuz 1997'de opsiyon piyasasının da açılmasıyla birlikte çeşitli piyasa katılımcılarının türev ürün piyasasına katılımını teşvik etmek amacıyla asgari teminat koşulu 50 milyon KRW (Kore Wonu)'ndan 10 milyon KRW'na⁵² indirilmiştir. Ayrıca, halkı eğitmenin önemi dikkate alınarak hem piyasa katılımcıları, hem de halk için çeşitli programlar geliştirilmiştir. Eğitim programlarının bir parçası olarak, seçkin akademisyenler ve tanınmış uygulamacıların katıldığı bir dizi uluslararası seminer düzenlenmiştir.

Sözleşmelerin konusu olan KOSPI (Korean Stock Price Index) 200 endeksi, Kore hisse senedi piyasasında kote edilen hisse senetlerinin önde gelen 200 tanesinden oluşmakta, Kore ekonomisinin bütün sanayi gruplarını temsil etmektedir. Başlangıç aşamasında, piyasaya sadece gerekli yetki belgesini almış olan kuruluşların katılması ve yabancı katılıma bir tavan uygulanması öngörülmüştür. Yurtiçi ve uluslararası faiz oranları arasındaki büyük fark nedeniyle uygulanan bu tavan piyasanın potansiyel likiditesini azaltmış ve yerli şirketleri rekabetten mahrum bırakmıştır (Kim, 1998, s. 10). Borsaya yabancı katılımını sınırlayan kurallar finansal krizin hemen öncesinde, Temmuz 1997'de kaldırılmıştır (Ghysels ve Seon, 2000, s. 11).

Kuruldukları tarihten itibaren Kore futures piyasalarındaki işlem hacmi artmış, özellikle bireysel katılımcılar piyasaya giderek artan bir ilgi göstermişlerdir. Ancak, yine de Kore futures piyasalarında gelişmiş ülke türev piyasalarının gerisinde kalan bir başarı düzeyi söz konusudur. Opsiyon piyasası ise, kurulduğu dönem itibarıyla işlem hacmi bakımından beklentilerin çok altında kalmıştır. Buna rağmen, ikinci bir futures piyasasının Ekim 1998 itibarıyla açılabilmesi için çalışmalar başlatılmıştır. Bu ikinci piyasanın her çeşit futures sözleşmesinin işlem görmesine izin veren, daha liberal yasalara

⁵² 11.12.2002 tarihi itibarıyla 1 ABD Doları = 1217,30.- G.Kore wonu
10.000.000.- KRW = 8.215.- ABD Doları
50.000.000.- KRW = 41.075.- ABD Doları (Financial Times)

tabi olarak kurulması planlanmıştır. Ancak, bu piyasanın kurulması, ikinci bir piyasanın finansal sistem açısından gerekliliği konusunda tartışmalara yol açmıştır (Helland,1997).

Kore'deki ikinci organize futures borsası olan KOFEX, Nisan 1999'dan beri faaliyet göstermektedir. Borsanın 2001 yılı itibariyle büyüme oranı % 287 olarak gerçekleşmiştir. Bu büyüme 1999 kayıtlarının yaklaşık 8 katı kadardır. Bu başarısı ile borsa, dünyadaki pek çok rakibini de geride bırakmıştır. İşlem hacmindeki bu artışa ek olarak, borsa kalite olarak da gelişmiştir. KOFEX'te listelenen türev ürünlerin sayısı 2 katına çıkmıştır. Halihazırda listelenen ürünler, Kore Hazine Bonoları (KTB) futures ve opsiyon sözleşmeleri, ABD Doları futures ve opsiyon sözleşmeleri, KOSDAQ 50 endeksi futures sözleşmeleri, faiz oranları ve altın futures sözleşmelerinden oluşmaktadır. Kuruluşundan sadece 3 yıl sonra, 2001 yılında KOFEX'in net karı 10.4 milyar won (yaklaşık 8 milyon ABD doları) olarak gerçekleşmiştir. 1997 yılında Kore, krizi takiben önemli bir ekonomik durgunluk yaşamıştır. O dönemlerde, Kore'deki piyasa oyuncularının fazla risk yönetimi araçları olmadığından, tüm ülkeyi etkisine alan finansal krizin etkilerini göz önünde bulunduran piyasa oyuncuları önceliği karlılıktan çok risk yönetimi stratejilerine vermişler ve böylelikle Kore finansal piyasalarının bugünkü sağlam yapısı kurulmuştur. 2001 yılında KOFEX bünyesinde 11.4 milyon sözleşme işlem görmüş ve KOFEX bu rakamla dünyanın 21. büyük türev ürün borsası olmuştur. Yine aynı yıl itibariyle günlük ortalama işlem gören sözleşme sayısı 46.622 olmuştur. Piyasanın başlıca katılımcılarını bankalar (% 26.6), yatırım şirketleri (% 22.4) emlak şirketleri (% 17.4) oluşturmaktadır. Toplam işlem hacmi içinde en fazla paya (% 81) sahip olan KTB futures sözleşmeleri, şu anda dünyada işlem gören sözleşme sayısı açısından değerlendirildiğinde de en çok ilgi gören 9. sözleşmedir. Döviz futures işlemlerine bakıldığında, 2001 yılı itibariyle KOFEX bünyesinde ABD Doları futures işlemleri en fazla işlem gören ikinci (% 14.6) türev ürün çeşidi olmuştur. KTB futures işlemleri gibi, ABD Doları futures işlemlerinin de bu gelişiminde finansal piyasalarda gerçekleştiren düzenlemelerin etkisi hayli fazla olmuştur. 1997' deki finansal kriz sonrasında, Kore'de piyasa mekanizmasını güçlendirerek ülkenin uluslararası piyasalarla daha fazla

bütünleşmesini sağlamak amacıyla günlük ayarlanabilir bant sisteminden serbest dalgalanan döviz kuru sistemine geçilmiştir. Ancak, bu sisteme geçilmesiyle birlikte yurtiçi döviz piyasasında görülen fiyat dalgalanmaları artmıştır. Bu nedenle, yurtdışından yatırımcıların da katılımına açık olan KOFEX, günümüzde Kore finansal piyasalarında önemli bir role sahiptir (Jung - Ho, 1997).

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇ PIYASALARI KONUSUNDA YAPILAN ÇALIŞMALAR

Türk ekonomisinde, 1980'lere kadar içe dönük, gümrük duvarları ile korunmuş ve ithal ikamesine dayanan sanayileşme politikaları⁵³ uygulanmıştır. Bu politikalar çerçevesinde, temel makro ekonomik belirleyici faktör olan faiz oranları ve döviz kurları serbest piyasa kurallarına göre değil, para otoritesince belirlenmiş, sabit kur sistemi geçerli olmuştur. Ancak, 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar sonucunda, Ocak 1980'ler sonrası dönemde dışa açık ve daha liberal ekonomi politikaları uygulanmaya başlanmış, TL konvertibl para haline gelmiş ve finans piyasaları önemli aşamalar kaydetmiştir⁵⁴. Türev ürünler de bu dönemde ilgi görmeye başlamıştır. Çalışmanın bu bölümünde, 1980'li yıllar sonrasında Türkiye'de dövize, türev araçlara ve bu araçların işlem gördüğü piyasalara ilişkin düzenlemelere ve gelişmelere yer verilmiştir.

1980 öncesi dönemde geçerli olan korumacı ekonomi politikaları çerçevesinde, Türkiye'de bankacılık sistemi ağırlıklı olarak, çok sayıda açılmış bulunan şubeler yoluyla toplanan ucuz kaynağın kredi olarak plase edilmesine dayanmıştır. Döviz bulundurma ve bu dövizleri kullanma yetkisi yalnızca Merkez Bankası'nda bulunduğundan, bankaların döviz

⁵³ İthal ikameci sanayileşme politikalarının uygulandığı dönemde, Türk ekonomisi yoğun bir biçimde üretim malları üreten, ara malı ve temel tüketim sanayi sektörlerini ise yurtiçinde ikame etmeye çalışan bir görünüm sergilemektedir. Bu amaçla, kamu sektörü öncülüğünde hızlı bir yatırım programı devreye sokulmuş, ithal malları ile rakip ulusal sanayi sektörlerinin kota ve yüksek tarife oranları ile korunmasına çalışılmış, devlet mal ve işgücü piyasalarına kamu işletmeleri ve yatırım tercihleri aracılığıyla yoğun bir şekilde müdahalede bulunmuştur (Yeldan, 2001, s. 4).

⁵⁴ Bu politikadaki temel amaç, ulusal ekonominin birikim ve kaynakların dağılım mekanizmalarında piyasa fiyatlarının belirleyici bir unsur oluşturması ile mal ve hizmet ihracatını artırmaya yönelik yoğun bir devlet desteği ile sürdürülen dışa açılma stratejileridir. Bu strateji altında imalat sanayinin ihracat pazarlarına yönelmesi öncelik kazanmış ve bu amaca uygun olarak, bir yandan yoğun bir teşvik sistemi uygulamaya konulurken, bir yandan da döviz kuru aşınmaya bırakılmıştır. Ayrıca, faiz ve kredi tahsisi üzerindeki kontroller kaldırılarak ulusal finans piyasalarının derinlik kazanması hedeflenmiştir 1990 yılında, IMF ile yapılan anlaşmanın 8. maddesi gereğince TL'nin konvertibilitesi sağlanmıştır (Yeldan, 2001, s. 4).

yönetimindeki etkinlikleri de oldukça sınırlı olmuştur. Kişilerin kazandıkları dövizleri yanlarında taşımaları, harcamaları, evlerinde saklamaları mümkün olmamış, dövizlerini Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu'na istinaden çıkarılan kararların tanıdığı süre içerisinde yetkili bir bankaya satmak zorunda kalmışlardır. Bankalar ise, gerçekleştirdikleri döviz alım-satım işlemlerini, kendilerine tanınmış kısıtlı bir yetki çerçevesinde Merkez Bankası adına yapmışlar; aldıkları dövizler, Merkez Bankası'nın gösterdiği hesaba alacak kaydedilmiş, sattıkları dövizler ise yine Merkez Bankası'nın verdiği otorizasyona dayanılarak, hesaplardan transfer edilmiştir. Bunun doğal sonucu olarak, kur farklarından oluşan kar ve zararlar Merkez Bankası'na ait olmuş, kişiler ve bankaların arbitraj yapmaları, kur farklarından olumlu veya olumsuz olarak etkilenmeleri söz konusu olmamıştır. Bankalara döviz pozisyonu tutma yetkisi 1974 yılından itibaren verilmiş, bankalar bu tarihten sonra oldukça kısıtlı da olsa hesaplarında döviz bulundurabilmiş, döviz alıp satabilmiş ve oluşan kar ve zararı üstlenmelerine izin verilmiştir.

1980'lerden sonra ise, bu genel görünümü etkileyen önemli gelişmeler olmuştur. Burada karşımıza 24 Ocak 1980 tarihi çıkmaktadır. 24 Ocak kararları olarak bilinen kararlar Türk ekonomisi ve piyasalarında önemli değişiklikler yaratmıştır.

Türkiye'de finansal reform süreci, Ocak 1980 sonrası uygulanmaya konmuş olan yapısal uyum ve dışa açık piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon programının bir uzantısı olarak gelişim göstermektedir. Bu süreç boyunca, Temmuz 1980'de faiz oranlarındaki sınırlamalar kaldırılmış, 1 Mayıs 1981'den itibaren Merkez Bankası kurları günlük olarak belirlemeye başlamış, 1984'ler sonrası döviz alım ve satımı serbestleştirilmiş, 1989'da kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak gerek yurtiçi, gerekse yurtdışı sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. 1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak SPK oluşturulmuş, İMKB kurulmuş, TCMB bünyesinde Bankalararası Para Piyasası faaliyete başlamıştır. 1987'de Açık Piyasa İşlemleri başlatılmış, 1988 ve 1989'da ise sırasıyla, Bankalararası Döviz ve Efektif Piyasası ile Altın Piyasası Merkez Bankası bünyesinde faaliyet göstermeye başlamıştır. Merkez Bankası önderliğinde kurulan

piyasalar finansal sisteme önemli ölçüde akışkanlık sağlamıştır (Yeldan, 2001, s. 13).

5.1. Forward Sözleşmelerin Türkiye'deki Gelişimi

Türkiye'de ilk forward işlemler 1940'lı yıllarda tütün piyasalarında gerçekleştirilmiştir. Vadeli döviz alım ve satımına ilişkin ilk yasal düzenlemeler ise, 29 Aralık 1983 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 28 Sayılı Karara ilişkin 2 Sayılı Merkez Bankası Genelgesi ve bu Genelgeye dayalı Merkez Bankası yazıları olmuştur. Döviz alanında köklü değişiklikler getiren bu kararlarla;

- Merkez Bankası'nın, bütün döviz kurları için günlük kur yayınlanması uygulamasından vazgeçilip, sadece ABD Doları için kur belirlenerek ilan edilmesi ve bankaların Merkez Bankası tarafından belirlenecek "esas kur"un % 6 alt ve üst limitleri dahilinde döviz fiyatlarını belirleyebilmeleri,
- Yurtiçinde yerleşiklere belirli bir takım şartlara uymak kaydıyla yurtiçi ve yurtdışından döviz kredisi sağlama imkanı getirilmesi,
- Bankaların, Merkez Bankası tarafından belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım ve satımı yapabilmeleri,
- Bankaların gerçekleştirecekleri dövize ilişkin işlemlerin Merkez Bankası tarafından belirlenen konvertibl dövizler üzerinden yapılması,
- Döviz tahsil, tahsis ve transfer işlemlerinin Merkez Bankası ve bankalar aracılığıyla yapılması,
- Bankaların kesin alışını yaptıkları dövizin % 20'sini Merkez Bankası'na devretmeleri,
- Türkiye'de kişilerin beraberlerinde hiçbir kayda bağlı olmaksızın döviz bulundurabilmeleri ve dilerlerse bu dövizleri bankalarda açılacak döviz hesaplarında tutabilmeleri,
- Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışına çıkışlarda beraberlerinde 3000 ABD Doları ya da eşdeğer döviz çıkarabilmeleri,

hükümleri getirilmiştir.

29 Aralık 1983 kararları, döviz ticaretinde kolaylıklar, sermaye hareketlerine de görelı serbesti getiren dışa açılma sürecinde önemli bir aşamadır. Bu kararlarla, bankaların forward işlem yapabilmeleri mümkün hale gelmiştir.

Bu düzenlemedeki esaslar, 7.7.1984 tarihinde yayınlanan ve 28 Sayılı Kararı yürürlükten kaldıran 30 Sayılı Karara ilişkin 1/A Sayılı Merkez Bankası Genelgesi ile korunmuştur. Bu Genelge'nin 6. Maddesinde vadeli işlemlerin bankalarca sadece ithalat ve ihracat işlemlerinde ve en çok 3 ay vade içerisinde yapabilecekleri esası getirilmektedir. 30 Sayılı Kararın en önemli maddesi yurtiçinde yerleşiklerin döviz bulundurmalarının serbest bırakılması ve kaynaklarının sorulmamasıdır.

Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 30 Sayılı Karar ile Devlet Bakanlığı ve Başbakan Yardımcılığı'nın 84-30/1 Sayılı Tebliği'nin 1inci bölümüne ilişkin 1/D Sayılı Genelge'de⁵⁵ bankaların vadeli döviz alımları ve vadeli döviz satımlarını dengeli olarak yürütmeleri gerektiği ve vadeli döviz alım satım farkının banka ayırımı yapılmaksızın 5 milyon ABD Doları olabileceği belirtilmektedir.

Konvertibiliteye geçiş yolunda önemli bir dönemeç sayılan 1985 kararları ile bankaların döviz fiyatlarını serbestçe belirlemeleri öngörülmüştür. Bankalar bir süre döviz fiyatlarını resmi kurun yakınlarında belirlemeye özen göstermişler ancak, 1986 yılından itibaren dış yükümlülüklerini yerine getirebilmek amacıyla döviz satıcısı durumundan uzaklaşmış ve döviz talep eder konuma gelmişlerdir. Bu yoğun döviz talebine karşı arzda daralma olmuş, özellikle döviz havuzunu besleyen en önemli kalem olan ihracat dövizlerinde ortaya çıkan yavaşlama, ülkemiz döviz gelir ve gider dengesinin bozulmasına yol açmış ve Merkez Bankası yeni önlemler almak durumunda kalmıştır. Yeni düzenlemeye göre, bankalar alım-satım kurlarını belirlemede Merkez Bankası resmi kurunu temel alacaklar ve bu kurun % 1 alt ve üst sınırları içinde kalacaklardır.

⁵⁵ 4 Aralık 1984 tarih, 18595 sayılı Resmi Gazete

30 Ekim 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan I/S Sayılı Merkez Bankası genelgesinde⁵⁶, bankaların uygulayacakları döviz ve efektif satış kurlarının Merkez Bankası tarafından günlük olarak belirlenecek döviz ve efektif satış kurlarını geçemeyeceği, alış kurlarının ise yine Merkez Bankası tarafından belirlenecek döviz satış kurunu geçmemek koşuluyla serbestçe belirlenebileceği, bankalararası döviz/efektif alım ve satımlarında uygulanacak kurların ise bankalarca serbestçe belirlenebileceği hükme bağlanmıştır. Bankalar ihracat ve görünmeyen kalemlerden alışını yaptıkları döviz ve efektifin en az % 15'lik kısmını hesaba geçtikleri ayı izleyen ayın 15'ine kadar Merkez Bankası'na devretmek zorundadırlar. Yine bu kararlarla, döviz risk yönetimine ilişkin düzenlemeler de getirilmiştir. 30 Ekim kararlarına göre vadeli döviz alım-satım işlemleri ithalat ve ihracat işlemleri için uygulanabilecektir. Yurtiçi bankalararası vadeli döviz alım ve satım işlemleri belli sürelerle uymak koşuluyla serbesttir. Tüm vadeli işlemlerde süre en az 15 gün en fazla 6 ay olarak saptanmıştır. Vadeli döviz kuru banka ile müşterisi arasında serbestçe belirlenebilecektir.

20 Ocak 1987 tarihli 1/V Sayılı Genelge'de⁵⁷ vadeli döviz alım satım işlemlerinin gerek yürürlükteki ithalat ve ihracat rejimi, kambiyo karar ve tebliğleri ve gerek TCMB genelgeleriyle tespit edilmiş bulunan esaslar dahilinde mal ve hizmet ithal ve ihraç işlemleri için de uygulanacağı belirtilmiş, 20 Şubat 1987 tarihli talimatta ise, bankaların dövize ilişkin işlemleri ile ilgili uygulamalarına açıklık getirilmeye çalışılmış ve vadeli döviz ticareti başlığı altında forward ve swap uygulamaları ile vadeli işlem kurlarının nasıl belirleneceği örneklerle anlatılmıştır.

29 Temmuz 1988 kararları, döviz kurlarının belirlenmesine kısmi serbesti getirmektedir. Bu kararlarla Merkez Bankası bünyesinde döviz ve efektif piyasaları oluşturulmasına, bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerin döviz, efektif ve altına ilişkin işlemler yapabilmelerine olanak sağlanmıştır.

⁵⁶ 30.10.1986 tarih, 19266 sayılı Resmi Gazete, sayfa: 6.

⁵⁷ 20 Ocak 1987 tarih, 19347 sayılı Resmi Gazete, 1/V Sayılı Genelge.

1.4.1989 tarihli I/A-S Sayılı Merkez Bankası Genelgesi'nde döviz pozisyon yönetim esasları yeniden belirlenmiş ve 6 Nisan 1989 tarihinde bankalara iletilmiştir.

11.8.1989 tarihinde yayınlanan ve 30 Sayılı Kararı yürürlükten kaldıran Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararın 6. maddesinde "Bankalar ve kıymetli maden aracı kurumlarının dövizle ilişkin olarak, vadeli döviz alım satımı yapabilirler." hükmü getirilmiştir. Söz konusu Karara ilişkin Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 91-32/5 sayılı Tebliğinin 4. maddesinde vadeli döviz alım ve satımına ilişkin düzenleme yapma konusunda Merkez Bankası'na verilen yetki çerçevesinde hazırlanan 1/M Sayılı Merkez Bankası Genelgesinin 7. maddesi B) Vadeli Döviz Alım Satımı adlı bölümünde ise "Bankalar ve kıymetli maden aracı kuruluşları Merkez Bankası tarafından bildirilen açık pozisyon limitleri içinde kalmak şartıyla, en az 15 gün en fazla 6 ay vadeli döviz alım ve satımı yapabilirler" şeklinde hüküm getirilmiştir. 1/M Sayılı Genelge'ye ilişkin olarak bankalara verilen 9 Temmuz 1991 tarihli Merkez Bankası talimatında "vadeli döviz işlemleri" döviz-Türk Lirası veya döviz-döviz karşılığı yapılan ve ilerideki bir tarihte değiştirilmek üzere sözleşmeye bağlanan ancak sözleşme tarihinde herhangi bir teslimatın yapılmadığı işlemler olarak tanımlanmıştır. 14 Eylül 1992 tarihli, I/O Sayılı Genelge ile süre kısıtlaması da kaldırılarak vadeli işlemler tamamıyla serbestleştirilmiştir. 11 Mart 1995 tarihli I/A-H Sayılı genelge ile de vadeli işlem tarafları daha da genişletilerek, kıymetli maden aracı kuruluşlarına da vadeli işlem yapabilme yetkisi verilmiştir.

32 Sayılı Karar ile, 30 Sayılı Karar'ın başlatmış olduğu liberalleşme hareketi bir adım daha ileri gitmiş ve getirilen düzenlemelerle tüm gerçek ve tüzel kişiler vadeli döviz alım satım işlemleri yapabilme olanağını elde etmiştir. Genel olarak, Türk Kambiyo Mevzuatı göz önüne alınırsa Türkiye'de yerleşik kişi ve kuruluşların döviz işlemlerine ilişkin serbesti ilkesi benimsenmektedir. Bu nedenle, ilgili Karar ve Genelgelerdeki hükümlerin dar anlamda; sadece banka ve kıymetli maden aracı kuruluşlarının vadeli döviz işlemleri yapabileceği şeklinde yorumlanmasını gerektiren bir durum söz konusu olmayıp, Türkiye'de yerleşik kişilerin vadeli döviz alım ve satımını; Türkiye'de bankalar ve kıymetli maden aracı kuruluşlarında, yurtdışında ise

döviz transferinin Türkiye'deki banka ve özel finans kurumları aracılığıyla yapılması kaydıyla, yurtdışındaki vadeli döviz alım satımını yapmaya yetkili kuruluşlarda yapmaları mümkün bulunmaktadır.

Forward sözleşmeler, Merkez Bankası'nın döviz forward sözleşmelerinin yapılabilmesi için izin verdiği tarih olan 1 Mayıs 1984'e kadar yasal olarak işlem görmemiştir. Forward sözleşmelerin gelişimine yol açan bir etken, 1988 yılından itibaren Merkez Bankası'nın aracılık rolü oynadığı bankalararası para piyasası ve spot döviz piyasalarının işlemeye başlaması olmuştur. Bu iki piyasanın etkin işleyişi döviz forward piyasasının varoluşu ve işleyişi için gerekli unsurlardandır. Gelişmiş döviz forward piyasalarında forward fiyatları belirlemek için faiz oranları paritesi kullanılmakta, Türkiye'de ise bu hesaplama yöntemine ilave olarak beklenen devalüasyon oranları da hesaba katılmaktadır. Ülkemizdeki enflasyon oranları hayli yüksek olduğundan uzun dönemde yatırım kararı almak, aynı zamanda da forward sözleşme kullanarak riskten korunmak zor olabilmektedir. Bu nedenle, yazılan forward sözleşmelerinin vadeleri iki ayı pek geçmemektedir. Temmuz 1988 itibariyle, bankalar 50.000.- ABD Doları ve üzeri işlemler için kotasyon belirlemede serbest bırakılmıştır. 1989'da bu miktar 10.000.- ABD Dolarına, 1990'da ise 3.000.- ABD Dolarına düşürülmüş, böylelikle 1990 sonrası döviz forward sözleşmelerin kullanımı artmaya başlamıştır.

Merkez Bankası bünyesinde, 28 Kasım 1995 tarihinden itibaren Piyasalar Genel Müdürlüğü, Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde vadeli (forward) döviz alım-satım piyasası faaliyet göstermeye başlamıştır. Piyasanın çalışma saatleri, TL/Döviz ve TL/Efektif piyasalarında olduğu gibi sabah 10:00-12:00, öğleden sonra 14:00-15:00 olarak belirlenmiştir. Başlangıçta, sadece ABD Doları karşılığı Türk Lirası için, piyasanın gelişmesine paralel olarak da, diğer döviz cinsleri için kotasyon verilmesi hükmüne bağlanmış, piyasada Merkez Bankası kotasyonlarına ilave olarak bankaların bildireceği ve Merkez Bankası'nın verdiği kotasyonlardan daha cazip (alışta Merkez Bankası alış fiyatından daha yüksek, satışta Merkez Bankası satış fiyatından daha düşük) teklif ve taleplerin yer aldığı kotasyonların da Reuters ekranlarında CBTQ sayfasında ilan edilmesi kararlaştırılmıştır. Gerçekleştirilecek forward işlemler için, işlemin yapıldığı

tarihten itibaren teminatlara uygulanacak blokaj oranı % 10 olarak belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, yapılan her forward işlem için kuruluşların döviz ve efektif piyasalarındaki işlem limitlerinden % 10 oranında düşüş yapılması esası öngörülmüştür⁵⁸.

Vadeli forward piyasanın Merkez Bankası bünyesinde açılması finans çevrelerinde yerinde bir uygulama olarak algılanmıştır. Merkez Bankası bu piyasayı açarak, piyasanın önünü görmesini ve şirketler ve müşterilerden gelen döviz talebini kırmayı amaçlamıştır. Yeşiloğlu (1995) piyasanın bankacılar tarafından olumlu karşılandığını ve piyasanın vadeli işlemlere ilgisinin başlangıçta bir hayli fazla olduğunu belirtmektedir. Özellikle ithalatçı şirketlerin büyük ilgi gösterdiği piyasa, açıldığı dönem itibarıyla şirket ve müşterilerin döviz taleplerini yavaşlatmıştır. Ayrıca, forward işlemlerin vadeleri Hazine ihalesi itfalarına denk getirilerek, Hazine'ye iç borçlanma zemini hazırlanmıştır⁵⁹. Vadeli işlemlerle birlikte, ikinci el bono piyasasında da faizler düşüş eğilimine girmiştir. İşlemlerin vadeleri özellikle itfa tarihlerine denk getirildiğinden Hazine bonoları faizleri hissedilir ölçüde gerilemiştir. Piyasada faiz getirisinin, dövizin getirisinden yüksek olması piyasayı TL'ye yöneltmiştir. Bu sayede seçimler öncesi Merkez Bankası dövizdeki aşırı dalgalanmaların önüne geçebilmiş, döviz isteyenlerin talebi karşılanmıştır (Yeşiloğlu, 1995, s. 26–27).

Özetle, Merkez Bankası, 1994 krizini takip eden dönemde, kurulmuş bulunan bu forward döviz alım-satım piyasasını, bir para politikası aracı olarak kullanmış, forward kur ilan ederek piyasaya müdahale etmiştir. Forward piyasalar, 1995 yılı seçim döneminde işlerlik kazanmış, Aralık ayında yapılan genel seçim sırasında karşılaşılan yoğun döviz talebini karşılamak ve gelecekle ilgili belirsizliği kırmak için kullanılmıştır.

13 Şubat 1996 tarihinde, forward piyasasına katılımı yaygınlaştırmak ve piyasaya yeterli derinliği kazandırmak üzere uygulamaya konulması düşünülen temel prensipler Merkez Bankası'nca piyasaya duyurulmuştur. Bu

⁵⁸ 28.11.1995 tarihli TCMB talimatı.

⁵⁹ Forward piyasada işlem gerçekleştiren bankalar bu işlem hacimlerine denk gelecek TL miktarının %10'unu Hazine bonusu veya devlet tahvili olarak teminat niteliğinde Merkez Bankası depo hesabına yatırmak durumunda kalmışlar ve bu kağıtları repo işlemlerinde kullanamamışlardır.

talimatta, forward piyasalarda verilecek alış-satış kotasyonlarının Bankalararası Para Piyasası'nda ilan edilen 7, 14, 21 gün ile 1 ve 2 aylık vadelere uygun olması ve 2 aylık süreyi aşmaması esası getirilmiştir. Vadeli döviz alım-satım piyasasında, Merkez Bankası'nın taraf olduğu işlemler hariç, Merkez Bankası'nca belirlenen vadeli açık pozisyon limitleri içinde kalınacağı, bankaların Merkez Bankası'na devretmekle yükümlü oldukları zorunlu döviz ve efektif devirlerinin belli bir bölümünü spot piyasa yanında vadeli piyasalarda da satabilecekleri belirtilmiş, teminatlara yeni düzenlemeler getirilmiştir.

Faiz forwardları konusunda ise, bankaları faiz oranı üzerine forward sözleşmeler yazmak istediklerinde engelleyici bir yasa yoktur ancak bu sözleşmelere ilişkin bir yasal düzenleme de mevcut değildir. Taraflar arasında bir anlaşmazlık olması durumunda nasıl uzlaşılacağı konusu da netlik kazanmamıştır (Akçaoğlu, 1999).

5.2. Swap Sözleşmelerin Türkiye'deki Gelişimi

Swaplar konusunda da yasal düzenleme bulunmamasına rağmen bankalar sözleşme serbestisi çerçevesinde bu tür ürünleri kullanabilmektedir⁶⁰. Merkez Bankası ile ticari bankalar arasındaki swap işlemleri 1985 yılında başlatılmıştır. Bu çerçevede, swap sözleşmeler en fazla 1 ay vadeli ve Merkez Bankası alış kuru üzerinden yapılmış, döviz için uluslararası para piyasalarındaki faiz oranları temel alınırken, Türk Lirası faizi Merkez Bankası tarafından belirlenmiştir⁶¹. Swap işlemler döviz kuru volatilitésinin çok yüksek olduğu 1994 krizi sonrası dönemde tekrar gündeme gelmiş, swap piyasası Merkez Bankası'nın Türk Lirası deposu karşılığı döviz deposu vermesi yönünde kullanılmıştır. Türkiye'de uzun vadeli fonların bulunmaması faiz ve döviz swapları işlem hacminin düşük kalmasına neden olmaktadır. Hazine garantisi ile uzun vadeli fon bulabilen bazı bankalar

⁶⁰ Swap işlemlerini iki gerçek kişi, iki şirket, bankalar, dış ticaret şirketleri ve diğer ticaret şirketleri bir sözleşme ile gerçekleştirebilirler. Ticari hayattaki sözleşme serbestisi ile ilgili hükümler Borçlar Kanunu'nda düzenlenmiştir. BK'nun 19. maddesine göre, bir sözleşmenin konusu kanunun gösterdiği sınırlar içinde serbestçe belirlenebilmektedir (Erişti, 2001. s. 92).

⁶¹ 20.2.1987 tarihli TCMB talimatında Türk Lirasına uygulanacak faiz oranları, yıllık %40-%45 olarak belirlenmiştir. İşlemler aynı gün veya 1 gün sonraki valörle yapılabilecek, ancak belirlenen bu faiz oranlarına aynı gün valörlü işlemlerde %1/4, 1 gün sonraki valörlü işlemlerde %1/8'lik fark eklenecek ya da çıkarılacaktır.

Merkez Bankası ile döviz swap işlemleri yapmıştır. Bu bankalar, Japonya piyasasından borçlandıkları Yenleri Türkiye’de kullanım alanları olmadığı için Dolara ve Marka swap etmişlerdir. Merkez Bankası, bu kuruluşlarla yaptığı swap anlaşmalarında; döviz alıp, TL vermiştir. Swap piyasasında işlem tarihinde, Türk Lirası ya da döviz deposu veren tarafın işlemle ilgili fonları hesapta görülene kadar teminatlarına konulan blokaj oranının % 100 olarak uygulanması, fonların hesapta görülmesini takiben % 30’a düşürülmesi, vadede ise blokajın tekrar % 100’e çıkarılıp, döviz veren taraf için vade+1’e kadar % 100 olarak belirlenmesi öngörülmüştür. 2 Temmuz 1997’de yapılan düzenleme ile işlem tarihinde teminatlara uygulanacak blokaj oranının % 100 olması, söz konusu blokaj oranının TL veren taraf için TL’leri Merkez Bankası hesaplarında görüldüğü günlük valörde, döviz veren taraf için döviz hesaba geçtikten bir gün sonra % 10’a düşürülmesi, vadede ise TL veren tarafa, TL’leri görmeden döviz ödemesi yapılmaması, döviz veren taraftan ise, döviz hesaplarda görüldükten 1 gün sonrasına kadar % 100 oranında teminat istenmesi uygulaması başlatılmıştır.

Bankalar ve diğer finansal kuruluşların yanısıra yerel yönetimler de projelerinin finansmanı için kaynak bulmak amacıyla uluslararası türev piyasalardan yararlanmaya çalışmışlardır. Ankara Büyükşehir Belediyesi’nin gerçekleştirdiği işlemler buna örnek olarak verilebilir. Belediye, Ekim 1990’da Alman Markı, Mayıs 1991’de ise Japon Yeni piyasasında tahvil ihraç etmiştir. Japon Yeni tahvili ihracından elde edilen kaynak proje finansmanında aşamalı olarak kullanılacağından, kullanılmayan kısım swap işlemlerinde değerlendirilmiştir. Belediye, döviz ve faiz swapını birlikte kullanmış, Japon Yeni üzerinden sabit faizle gelir elde ederken, ABD Doları için değişken faiz ödeme yükümlülüğü altına girmiştir (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992, s. 63).

Günümüzde, swap ve forward sözleşmeler Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar tarafından giderek artan bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasaları bünyesinde işlemekte olan forward ve swap piyasalarındaki aracılık işlevi ise, 2002 yılı başında kamuoyuna açıklanan para ve kur politikaları çerçevesinde sona ermiştir. 2002 yılı para ve kur politikalarının kamuoyuna duyurulduğu 2 Ocak 2002 tarihinde, Döviz ve Efektif Piyasalarına ilişkin olarak bir dizi

düzenlemeye gidileceği belirtilmiştir. Bu düzenlemelerin temel amacı Merkez Bankası'nın piyasaların oluşumu sürecinde üstlendiği aracılık işlevine, bu işlevin tamamlanmış olması nedeniyle aşamalı olarak son verilmesi olmuştur. Duyuruda, döviz ve TL işlemlerinin Merkez Bankası dışında gerçekleşmesi yoluyla, piyasa katılımcılarının karşı karşıya kaldıkları "kredi riski"ni daha sağlıklı algılayarak, fiyatlara en uygun biçimde yansıtılabilecekleri ve yeni finansal araçların gelişmesinin özendirileceği vurgulanmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası bünyesindeki piyasalarda, piyasa katılımcılarının kendi aralarında gerçekleştirdikleri işlemlerin zaman zaman Merkez Bankası taraflı işlemler olarak algılandığı ve bu durumun da para ve döviz kuru politikaları hakkında piyasalara yanlış ya da karışık mesajlar verilmesine neden olabildiği belirtilmiştir. Bu çerçevede, Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasaları bünyesindeki TL depo karşılığı döviz depo (swap) ve TL karşılığı vadeli döviz alım-satım (forward) piyasasındaki aracılık işlevini 1 Mart 2002 tarihi itibarıyla sona erdirmiş, işlem yapmaya yetkili kuruluşların bu piyasalarda birbirleriyle gerçekleştirecekleri işlemler için tanınan işlem limitleri bu tarihten itibaren sıfırlanmıştır. Ancak, Merkez Bankası istediğinde bu piyasalarda kendisi taraf olarak işlem yapabilmektedir.

Türkiye'de, 2002 yılı son 3 aylık dönemi içerisinde, bankalar ve özel finans kurumlarının TL karşılığı spot ve vadeli döviz işlem hacimlerini aylık bazda gösterir Tablo 4 aşağıda sunulmaktadır. Tablo 4'te bankaların kendi aralarında, yurtiçi ve yurtdışındaki müşterilerle gerçekleştirdikleri spot ve vadeli işlemlere yer verilmektedir. Spot işlemler yurtiçi banka ve özel finans kurumlarının gerçekleştirdikleri, iki güne kadar valörlü Türk Lirası karşılığı döviz işlemlerini ifade etmektedir. Vadeli işlemler ise, yurtiçi banka ve özel finans kurumlarının gerçekleştirdikleri Türk Lirası karşılığı vadeli döviz işlemlerini (forward, futures, swap, opsiyon ve diğer türev ürünler) ifade etmekte, vadeli döviz işlemleri işlem tarihlerine göre raporlanmaktadır. Yurtiçi interbank başlığı altında yurtiçi banka ve özel finans kurumlarının birbirleri ile gerçekleştirdikleri Türk Lirası karşılığı spot ve vadeli döviz işlemleri yer almaktadır. Yurtiçi müşteriler başlığı altındaki kalemler yurtiçi banka ve özel finans kurumlarının, yurtiçinde yerleşik kurumsal ve bireysel müşteriler ile yetkili müesseselerle gerçekleştirdikleri Türk Lirası karşılığı döviz alım ve

satım işlemlerini göstermektedir. Yurtdışı müşteriler kalemleri ise, yurtiçi banka ve özel finans kurumlarının, yurtdışı merkez ve şubeleri ile yurtdışı kuruluş ve müşterilerle gerçekleştirdikleri Türk Lirası karşılığı döviz alım ve satım işlemleri toplamını ifade etmektedir.

Tablo 4. Bankalar ve Özel Finans Kurumlarının TL Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri (Ekim-Kasım-Aralık 2002/milyon ABD Doları)

	Yurtiçi İnterbank		Yurtiçi Müşteriler		Yurtdışı Müşteriler	
	Spot	Vadeli	Spot	Vadeli	Spot	Vadeli
Ekim 2002	2,641.51	229.06	10,577.06	124.45	5,876.40	1,746.90
Kasım 2002	3,412.09	143.65	8,048.58	74.72	8,747.58	1,218.31
Aralık 2002	3,280.79	110.85	9,508.44	69.19	6,773.55	667.29
TOPLAM	9,334.40	483.56	28,134.08	268.36	21,397.52	3,632.50

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

Tablo 4'ten anlaşılacağı üzere, 2002 yılı son üç aylık dönemi içerisinde gerçekleştirilen vadeli işlemlerin, bankalar ve özel finans kurumlarının yurtiçi interbankta ve yurtiçi ve yurtdışı müşterilerle gerçekleştirdiği tüm döviz işlemleri içerisindeki payı Ekim ayı için yaklaşık % 10, Kasım ayı için % 7, Aralık ayı için % 4 oranında olmuştur. Söz konusu 3 ayda toplam olarak baktığımızda ise, gerçekleşen tüm döviz işlemleri içerisinde vadeli işlemlerin payı yaklaşık % 7'dir. Yine bu dönem itibariyle bakıldığında, vadeli işlemlerin büyük bir kısmının (% 83) yurtdışı müşterilerle gerçekleştirilmiş olduğu görülmektedir. Bankaların ve özel finans kurumlarının kendi aralarında gerçekleştirdikleri vadeli işlemlerin tüm vadeli işlemlere oranı % 11, yurtiçi müşterilerle gerçekleştirdikleri vadeli işlemlerin tüm vadeli işlemlere oranı ise % 6 olarak gerçekleşmiştir.

5.3. Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Türkiye'deki Gelişimi

Türkiye'de forward ve swap işlemleri kadar olmasa da, futures ve opsiyon işlemleri de kullanım alanı bulmaktadır. Kuruluşlar bu işlemleri daha çok, kendi döviz ve menkul kıymet portföylerini riskten korumak amacıyla gerçekleştirmektedir. Bankalar istediklerinde Türk Lirasına karşı yabancı para

alım ve satım opsiyonları kote edebilmekte, aynı zamanda uluslararası piyasalarda opsiyon sözleşmeleri alıp satabilmektedir. Buna rağmen, ülkemizde opsiyon sözleşmeleri yaygın bir şekilde işlem görmemektedir.

Bugün, Türk finans sistemi uluslararası gelişmeleri yakından izlemekte ve uluslararası piyasalardaki yeni ürünler ve teknolojik gelişmeler finans sektörüne hızlı bir şekilde yansıtılmaktadır. Türev araçların sunmakta olduğu; çok büyük risk altına girmeden pozisyon değerini koruyabilme ve pozisyon getirisini artırabilme olgusu finansal sektör tarafından kavranmış durumdadır. Ancak,

- Hukuki çerçeve eksikliği,
- Muhasebe yönteminin bilinmemesi,
- Vergi mevzuatının yer almaması,
- TL bacaklı ürünlerin forwardlar hariç gelişmemiş olması,
- Risk yönetiminin spekülasyon yöntemi ve kumar aracı olarak görülmesi,
- Riskten korunma için bir bedel ödemekten kaçınılması,
- Türev ürünler hakkında yeterli bilgiye sahip olunmaması,
- Finansal fiyat riskinin şirket yönetimlerince dışsal bir faktör olarak kabul edilmesi,
- Makroekonomik belirsizlikler

gibi nedenler bireysel ve kurumsal yatırımcıların türev araç piyasalarını kullanma konusunda isteksiz kalmalarına yol açmıştır.

Türk finansal sisteminde yatırım yapılırken öncelikle likidite gözetildiğinden en çok tercih edilen menkul kıymet yatırım aracı Hazine bonusu ve devlet tahvilleridir. DİBS'lerin etkin işleyen bir ikincil piyasası mevcuttur. Faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelecek değişiklikler DİBS'lere yapılan yatırımın getirisini etkileyecektir. Ancak, futures ve/veya opsiyon sözleşmeleri kullanılarak tahvillerin taşıdığı bu risklerden korunmak mümkün olacaktır.

5.4. Türev Araç Piyasaları Konusunda Yapılan Çalışmalar

Türev araç piyasalarının ülkemizde işlerlik kazanabilmeleri amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından önemli çalışmalar gerçekleştirilmiştir. SPK uluslararası düzeyde, bu tür borsaların nasıl kurulduğunu, hangi ilkelerle çalıştığını araştırmış ve bu konuda üyesi olduğu Uluslararası Sermaye Piyasası Kurulları Örgütü'nün işbirliği ile kapsamlı incelemeler yapmıştır (TOBB Yayınları, 1994). Ancak, ülke olarak içinde bulunulan enflasyon, siyasi istikrarsızlık gibi koşullar bu piyasaların gerçek anlamda faaliyete geçebilmesini hep engellemiş, Türkiye'de türev araç piyasalarının kurulması ve işleyişi öncelikli bir konu olarak karşımıza çıkamamıştır. Bu nedenle, vadeli işlemlere ilişkin ilk düzenleme girişimleri sadece mal piyasaları ile sınırlı kalmış ve İzmir Ticaret Borsası bünyesinde 1990'ların başından itibaren pamuk ürünü için vadeli işlemlerin başlatılabilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır.

Türkiye'de hem mal, hem de finansal varlıklar üzerine yazılan türev ürünleri tümüyle kapsayacak organize bir futures ve opsiyon borsası kurulabilmesi için yapılmış çok farklı kaynaklı düzenlemeler mevcuttur. Mevzuattaki düzenlemelerin bir kısmı Sermaye Piyasası Kurulu, bir kısmı da Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan ilk düzenleme olan ve 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik"⁶², aynı zamanda bu konudaki ilk düzenlemedir. Bu yönetmeliği, aynı yıl yayımlanan "İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği", Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından 1996'da yayımlanan "İzmir Ticaret Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği" ile 1997'de yayımlanan "Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği" izlemiştir. Bu konuda yayımlanan diğer yönetmelikler 1996 tarihli "İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği", 1997'de yayımlanan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik" ve

⁶² "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" TC Resmi Gazete, 23.7.1995 / 22352. s. 61.

"İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas Merkezi Üyeliğine İlişkin Yönetmelik" olarak sıralanabilir.

Türev araç piyasalarının Türkiye'de kurulabilmesine yönelik bu farklı kaynaklı düzenlemeler Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile Sermaye Piyasası Kurulu arasında futures sözleşmelerinin niteliği konusundaki görüş farklılığından kaynaklanan bir yetki uyuşmazlığına yol açmıştır. Futures sözleşmelerinin emtia ticareti olarak kabul edilmeleri halinde, işlemlerin ticaret borsaları nezdinde gerçekleştirilmesi ve bu sözleşmelere ilişkin düzenleme yapma yetkisinin de Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nda olması düşünülmüş, buna karşın, sözleşmelerin gelecekteki fiyat dalgalanmalarına karşı korunmak ve fiyat tespit etmekte kullanılan bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmeleri durumunda ise, bunlara ilişkin düzenlemelerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılması öngörülmüştür. 1999 yılına kadar süren bu yetki karmaşası bu konuda düzenleme yapma yetkisinin tamamen Sermaye Piyasası Kurulu'na geçmesi ile son bulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu bu işlemlerin anonim şirket şeklinde örgütlenecek bir borsa tarafından yürütülmesini ve gerek mal, gerekse diğer mali varlıklar üzerine yazılacak sözleşmelerin tek bir çatı altında toplanmasını öngörmüştür. Öte yandan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda da bu piyasalara geçebilmek için gerekli teknolojik altyapının hazır olduğu ve piyasaların SPK'dan gerekli izinler alınmak koşulu ile burada faaliyete geçebilmesi de düşünülen seçeneklerden biri olmuştur.

1990'lı yıllardan bu yana süren organize bir vadeli işlemler piyasasının Türkiye'de hayata geçirilmesi çalışmalarının bir sonucu da 3 Mayıs 1994'te İMKB bünyesinde kurulan Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü olmuştur. İMKB, 1995 yılından itibaren vadeli işlemler ve piyasalar konusunda teorik ve uygulamalı eğitim programlarını başlatmıştır. Bu uygulama günümüzde de devam etmektedir. Elektronik ortamda gerçekleşmesi planlanmış olan futures ve opsiyon işlemlerinin, alım-satım sistemlerinin yazılımına ise 1997 yılında başlanmıştır (İMKB Vadeli İşlemler Piyasası. <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>).

Vadeli işlem piyasalarını Türkiye'de faaliyete geçirme yolundaki adımlardan biri 15 Ağustos 1997 tarihinde, İstanbul Altın Borsası bünyesinde

vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının faaliyete geçmesidir. Bu piyasada bankalar, yetkili müesseseler, kıymetli maden aracı kurumları ve İMKB hisse senetleri piyasasında işlem yapan aracı kurumlar işlem yapabilmektedir. Borsada işlemler belli kurallar dahilinde yürütülmektedir. Piyasa, altına dayalı işlemlerde karar alma süreçlerini olumsuz bir biçimde etkileyen fiyat riskini azaltma ve aynı zamanda da küçük tutarlarda ödenecek teminatlarla büyük tutarlı işlemler yapabilme imkanlarını sağlamaktadır. Piyasada 100 ons ve 1 kg olmak üzere iki ayrı büyüklükte düzenlenmiş olan altın vadeli işlem sözleşmeleri üzerinden işlemler gerçekleştirilmektedir. Sözleşmelerin vadesi 1 aydan 12 aya kadar aylık olarak değişmektedir. Piyasanın çalışma saatleri 11:00'den 16:00'ya kadardır. 100 ons büyüklüğündeki sözleşmeler için 2000.- ABD Doları, 1 kg büyüklüğündeki sözleşmeler için 650.- ABD Doları büyüklüğünde başlangıç ve sürdürme teminatı alınmaktadır. Vade sonunda sözleşmeye konu altının teslimatı esas olarak fiziki olmakla birlikte tarafların kararı üzerine teslimat nakdi uzlaşma olarak da gerçekleştirilmektedir (İAB Eğitim Yayınları, 1999).

1997 yılında vadeli işlem piyasalarında öncelikle endeks futures sözleşmelerinin alım ve satımının yapılması öngörülmüş olduğundan İMKB tarafından vadeli işlemlere konu edilmesi amacıyla İMKB-30 endeksi oluşturulmuştur. Bu endeks oluşturulurken, piyasadaki spekülasyon çabalarının yoğunlaşması istenmediğinden yüksek piyasa değerine sahip, işlem hacmi büyük olan hisselerden⁶³ oluşacak bir endeks tanımlanmaya çalışılmıştır. Endeks futures piyasalarına geçilmesi durumunda konu edilecek ilk varlık İMKB 30 endeksi olacaktır. Ancak, vadeli işlem piyasalarında hisse senedine ilişkin işlemler yerine, dalgalı döviz kuru rejimine geçilen 2001 yılında öncelikli olarak dövize dayalı işlemlerin gerçekleştirilmesi öngörülmüştür.

5.5. Vadeli İşlemler Piyasasının Kuruluşu

Şubat 2001 krizini takiben, dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte vadeli işlemler piyasalarına işlerlik kazandırma çabaları yoğunlaşmıştır. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde piyasa

⁶³ İMKB bünyesinde, hisse senetleri spot piyasası 1986 yılından beri çalışmaktadır.

üyesi bankaların işlem yapabildiği forward piyasaya ek olarak, Merkez Bankası'nının da desteği ve katkılarıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde döviz üzerine yazılan futures işlemlerin gerçekleştirileceği bir vadeli işlemler piyasasının hayata geçirilmesi için çalışmalara başlanmıştır. Söz konusu piyasanın hukuki altyapısını oluşturan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik ile İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, SPK'nın gerekli izni vermesini takiben 19.07.2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. 15 Ağustos 2001 tarihinde faaliyet göstermeye başlayan piyasada bugün itibariyle, TL/ABD Doları kuru üzerine yazılmış futures sözleşmelerinin işlem görmesi ve nakit TL uzlaşma esası⁶⁴ öngörülmüştür. Gerçekte vadeli işlem piyasasında hisse senetleri, endeks ve faiz oranına dayalı sözleşmelerle de işlem yapılabilecek donanım mevcuttur. Söz konusu piyasa, yetkili temsilciler tarafından borsa salonundaki kullanıcı terminallerinden girilen ya da üye merkez ofislerindeki yetkili üye temsilcileri tarafından telefonla piyasa eksperlerine bildirilen emirlerin fiyat ve zaman önceliğine göre eşleşmesi esasıyla çalışmaktadır. Emirler hesap numarası bazında girilmekte ve sistem hesap bakiyesinde yeterli teminatın bulunup bulunmadığını kontrol etmektedir. Yeterli teminat bulunması durumunda işlem gerçekleşmekte ve pozisyon bilgileri güncellenmektedir. İletilen emirlerin süresi en fazla günlük olabilmektedir. Piyasa, 10:00-14:00 saatleri arasında çalışmakta, işlemlere 12:00-13:00 arasında ara verilmektedir. Sözleşme büyüklüğü 100.000.- ABD Doları olarak belirlenmiş, günlük fiyat hareketleri limitleri \pm % 20 olarak, sözleşme başına alınan başlangıç teminatı ise, pozisyon değerinin yaklaşık % 20'si (30 milyar TL) olarak belirlenmiştir. Aralık (spread) pozisyonları için alınan teminat 15 milyar TL'dir. Başlangıç teminatının en az % 30'u Takasbank nezdinde nakit olarak tutulmak zorundadır. Sürdürme teminatı ise başlangıç teminatının % 80'i olarak belirlenmiştir. Fiyat kotasyonları 1 ABD Dolarının Türk Lirası cinsinden değeri olarak verilmektedir. Fiyat adımı 1.000.- olarak belirlenmiştir. Nakit uzlaşma Türk Lirası üzerinden gerçekleştirilmektedir. Piyasadaki tüm takas

⁶⁴ Nakit uzlaşma yönteminde, vadeli sözleşmenin gerçekleştirildiği fiyat ile o işgünü itibariyle piyasada oluşan fiyat arasındaki fark ilgili hesaplara yansıtılmakta ve takası nakit olarak yapılmaktadır.

işlemlerinin ve teminatların takibi Takasbank tarafından yapılmaktadır. Seanslar saat 14:00'de sona ermekte, saat 14:15'te uzlaşma fiyatı ilan edilmektedir. Seansların son 15 dakikasında gerçekleşen en az 5 işlemin ağırlıklı ortalaması uzlaşma fiyatını oluşturmaktadır. Herhangi bir işgününde hiç işlem olmaması ya da 5'ten az işlem gerçekleşmesi durumunda ise uzlaşma fiyatı; uzlaşma fiyatı komitesi⁶⁵ tarafından belirlenmektedir. Vade sonunda uzlaşmaya esas olacak fiyat, son işlem günü Merkez Bankası tarafından saat 15.30'da ilan edilen gösterge niteliğindeki döviz satış kuru kullanılarak belirlenmektedir. Piyasada, aynı anda, iki değişik vadede sözleşme işlem görmektedir. Sözleşme vadeleri, en yakın ay ve Mart döngüsünün ilk ayı, son işlem tarihi ise ayın sondan üçüncü işgünü olarak belirlenmiştir. Piyasada döviz üzerine düzenlenen futures sözleşmelerinin işlem görmesi öngörüldüğünden, ilk aşamada, spot döviz piyasasında yoğun işlem yapan bankalar aktif büyüklüklerine göre üyeliğe kabul edilmiştir. Aracı kurumlar şu anda piyasalara girememektedir. Piyasanın gelişimi ve işlem gören enstrümanların çeşidinin fazlalaşmasıyla birlikte, üye sayısının artması beklenmektedir.

İMKB bünyesindeki Vadeli İşlemler Piyasası'nda en çok işlem gerçekleştiren üyeler Tablo 5'te sunulmaktadır.

⁶⁵ Vadeli işlemler piyasası uzlaşma fiyatı komitesi için Borsa Genel Kurulu tarafından, fiilen vadeli işlemler piyasasında temsilcilik yapan üye personeli ve Borsa uzman personeli arasından seçilen oniki kişi, üye adayları olarak belirlenir. Borsa Yönetim Kurulu, her vadeli ve opsiyonlu sözleşme türü bazında seçilmiş adaylar arasından uzlaşma komiteleri kurar. Adayların görev süreleri bir yıldır, bu sürenin sonunda tekrar seçilebilirler. Komite başkanları, komite üyeleri tarafından seçilir (www.imkb.gov.tr).

Tablo 5. İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında En Çok İşlem Yapan Üyeler

Üyeler	(2001 YILI)		
	(%)	Milyon TL	ABD Doları
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	23.48	1,893,100	1,200,000
TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	22.97	1,852,100	1,200,000
HSBC BANK A.Ş.	15.42	1,243,400	800,000
PAMUKBANK T.A.Ş.	15.23	1,227,900	800,000
ALTERNATİFBANK A.Ş.	7.75	625,200	400,000
T. GARANTİ BANKASI A.Ş.	7.38	595,000	400,000
KOÇBANK A.Ş.	3.93	317,000	200,000
FİNANSBANK A.Ş.	3.84	309,500	200,000
(2002 YILI)			
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	0.50	560,000	400,000
PAMUKBANK T.A.Ş.	0.50	560,000	400,000

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

Piyasanın ilk açıldığı 15.8.2001 tarihinde, üye bankalar döviz üzerine yazılan vadeli işlemlere ilgi göstermişler ve çok yüksek hacimli olmamakla birlikte işlemler yapılmaya başlanmıştır. Ancak, işleme sunulan sözleşmelerden sadece Eylül 2001 ve Ocak 2002 vadeli sözleşmelerle işlem gerçekleştirilmiştir. İMKB, Ağustos 2001'de açılmış bulunan piyasaya başlangıç itibariyle gösterilen ilginin kısa süreli olmasını, piyasaya üye olarak kabul edilen katılımcıların sadece az sayıda banka ile sınırlı tutulması ve üye olan bankaların ise, özellikle tescil ücretlerini çok yüksek bulmaları ile açıklamaktadır. Ayrıca, aracı kurumların piyasaya üye kabul edilmemesinin, piyasanın tanınmasını ve gelişmesini engellediği ileri sürülmektedir.

Diğer taraftan, piyasaya olan ilginin sona ermesinde, 11 Eylül 2001 tarihinde, New York'ta ikiz kulelere düzenlenmiş olan saldırının da etkili olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Çünkü bu tarihe kadar işlem yapılmakta iken, bu tarihten sonra işlem geçmemiştir. Ayrıca, 2002 yılı ilk aylarında düşük hacimli işlemlerle piyasada yeniden hareket gözlenmiş olmakla birlikte, o dönemde oluşmaya başlayan ABD - Irak tedirginliğinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin bir yansıması olarak, bu işlemler de sınırlı kalmıştır.

Yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, genel anlamda bakıldığında vadeli işlemler piyasasının etkinlik kazanmasını engelleyen başlıca sorunlar

vergilendirme, hukuki çerçeve, muhasebeleştirme, uzaktan erişim sorunları olarak ortaya çıkmaktadır. Bu sorunları çözüme kavuşturabilmek amacıyla, 7 Aralık 2001'de, İstanbul'da Türkiye Bankalar Birliği tarafından bir toplantı gerçekleştirilmiştir. Bu toplantıda anahatlarıyla; piyasada gerçekleştirilen işlemlerin nasıl muhasebeleştirileceği, işlemlerin vergilendirilmesinde Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV)'nin ödenip ödenmeyeceği, uzaktan erişim sorunları, türev araçların müşterilere satışını gerçekleştirecek personelin eğitimi, müşteriler adına yapılan işlemlere ait sözleşmelerde karşılaşılan hukuki sorunlar gibi noktalar üzerinde durulmuştur.

Türev araç piyasalarının işlerlik kazanması, uygulanmakta olan kur politikası çerçevesinde, kur riski yönetimi açısından önem taşıdığından yukarıda özetlenen sorunların çözümü konusunda gerekenlerin yapılacağı 20.11.2001 tarihli Niyet Mektubu'nda da yer almıştır. Bu amaçla, Merkez Bankası öncülüğünde, belirtilen sorunların ortak bir platformda ele alınıp çözüme kavuşturulması ve Türk Lirası faiz oranı üzerinden vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir vadeli Türk Lirası piyasasının faaliyete geçebilmesi için kurum temsilcilerinden oluşacak bir çalışma komitesinin kurulması planlanmıştır. Söz konusu çalışma komitesinin Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İstanbul Altın Borsası (İAB), Maliye Bakanlığı, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (TAKASBANK), Türkiye Bankalar Birliği (TBB) temsilcilerinden oluşması öngörülmüştür. Çalışma komitesinin ilk toplantısı 15.01.2002 tarihinde, Merkez Bankası İdare Merkezi'nde ilgili kurum yetkililerinin katılımı ile gerçekleştirilmiştir. Futures ve forward işlem piyasalarının işleyişine ilişkin olarak pratikte karşılaşılan hukuki sorunlara çözüm getirilmesi, piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin muhasebeleştirilmesine yönelik düzenlemelerin yapılması ve gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak üyelerin günlük değerlendirme farkları için Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) ödeyip ödemeyecekleri hususuna açıklık getirilmesi; üzerinde durulan konular olmuştur.

Söz konusu komitenin ikinci toplantısı 08.03.2002 tarihinde, Hazine Müsteşarlığı'nda düzenlenmiştir. Bu ikinci toplantıda, genel olarak daha

önceki toplantıda saptanmış olan ve piyasanın gelişimini engelleyen muhasebeleştirme, vergilendirme, nihai fiziki mekan, hukuki problemler, yüksek aracılık ve tescil ücretleri gibi sorunlar tekrar gündeme gelmiş ve bu sorunlara nasıl çözüm getirilebileceği üzerinde durulmuştur.

Mevcut durum itibariyle çözüme kavuşan sorunlar aşağıda belirtilmektedir:

- İşlemlerin vergilendirilmesine ilişkin belirsizlik Maliye Bakanlığı'nın 4 Mart 2002'de yaptığı düzenleme ile çözüme kavuşmuştur. Söz konusu düzenleme ile, Takasbank nezdinde tutulan teminat hesaplarının güncelleştirilmesi amacıyla futures sözleşmelerinin vade sonuna kadar gün sonlarında belirlenecek uzlaşma fiyatı ile değerlendirilerek, bir önceki gün fiyatına göre oluşan lehte farkların teminat hesaplarına yansıtılması halinde, yansıtılan bu tutarlar yapılan bir muamele sonucu lehe kalan para olarak düşünülmemeyeceğinden BSMV'ye tabi tutulmaması gerektiği hükme bağlanmıştır.
- İşlemlerin nasıl muhasebeleştirileceğine, teminat ve kar/zarar kayıtları için açılması gereken alt hesaplara ilişkin sorunlar BDDK'nın 28.02.2002 tarihli, Bankalarca Uygulanacak Muhasebe Standartları, Tekdüzen Hesap Planı ve İzahnamesi'nde ilave ve değişiklikler öngören düzenlemesi ile çözüme kavuşturulmuştur. BDDK, söz konusu düzenlemelere ilişkin yazıyı 18.03.2002 tarihinde TBB Sekreterliği'ne; tüm bankalara ve bankalarda denetim yapma yetkisi almış bulunan bağımsız denetim kuruluşlarına duyurulmak üzere göndermiştir.
- Vadeli İşlemler Piyasası'nda uzaktan erişim sistemine geçilememiş olması nedeniyle üyelerin işlemlerini gerçekleştirmek için borsada eleman bulundurma zorunlulukları sorunu çözülmüştür. Aralık 2001'den itibaren piyasa üyelerinin eksperlere emir iletimi ve söz konusu emirlerin eksperlerce sisteme girilmesi uygulamasına geçilmiş ve üyelerin piyasaya merkez ofislerinden de ulaşmaları mümkün hale gelmiştir.

- Türkiye'nin ilk özel emtiya yönelik futures ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsa olan ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), İzmir Ticaret Borsası (İZTB), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank, Akbank, Türkiye Garanti Bankası, Türkiye Vakıflar Bankası, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın ortaklığında kurulan İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin ana sözleşmesi 17 Haziran 2002 tarihinde imzalanmıştır. Yapılan açıklamalarda, borsanın ilk ana işlem konusunun, işlem hacmi ve miktar olarak yeterli genişliğe sahip olduğu düşünülen pamuk olacağı belirtilmiştir. SPK başkanı Doğan Cansızlar yaptığı açıklamada bu borsanın enflasyonla mücadelede önemli bir adım olduğu hususuna değinerek, faaliyet iznini kendilerine başvurulduktan sonra, hemen verebileceklerini, gerekli altyapının zaten mevcut bulunduğunu belirtmişlerdir.
- Haziran 2002 itibariyle, vadeli işlemler konusunda gelinen son nokta IMF'e verilen Niyet Mektubu çerçevesinde vadeli döviz piyasasının geliştirilmesi amacıyla vadeli sözleşmeler üzerinden damga vergisi alınması uygulanmasına son verilmesi olmuştur⁶⁶.

Türkiye'de türev piyasaların gelişimini olumsuz yönde etkileyen, piyasalara katılım konusunda motivasyonu engelleyen ve henüz çözüme kavuşturulamamış sorunlar aşağıda özetlenmektedir:

- Nihai fiziki borsa mekanının belirlenememiş ve görevlendirilmenin de buna uygun olarak yapılamamış olması piyasanın gelişmesinin önündeki en önemli engellerden biri olarak görülmektedir. İzmir Ticaret Borsası'nın açılmasından sonra İMKB'nin vadeli işlemler biriminin kapatılması ve piyasanın İzmir'de açılan vadeli işlemler

⁶⁶ 4761 sayılı kanun'un 6'ncı maddesiyle eklenen ve 22.6.2002 tarihinde yürürlüğe giren düzenleme ile bankalar arasında, bankanın taraf olduğu veya bankalar aracılığıyla yapılan, belirli vadede önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik ve finansal göstergelere dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere para ve sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizini alma, satma, değiştime hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelere ilişkin olarak düzenlenen diğer kağıtların damga vergisinden muaf tutulduğu belirtilmektedir.

piyasasına devredilmesi ihtimali hem İMKB müşteri potansiyelini olumsuz yönde etkilemekte, hem de İMKB'nin alt yapı konusunda tereddüte düşmesine neden olmaktadır. İMKB, kendi bünyesinde faaliyet göstermeyecek bir piyasa için eğitim, teknik donanım ve yazılım programları gibi yeni yatırımlar yapma konusuna sıcak bakmamaktadır. Nihai fiziki mekan konusundaki belirsizliğin ortadan kaldırılması, İzmir'de kurulan borsa bünyesinde hem mal, hem de finansal futures sözleşmelerinin işlem görüp görmeyeceği hususunun açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

- Türkiye'de riskten korunma kültürünün yerleşmemiş olması, türev araç piyasalarının gelişimi önündeki engellerden biridir. Pek çok ithalatçı ve ihracatçı firma, döviz kuru riski ile karşı karşıya olmalarına rağmen bu riskten korunmalarını sağlayacak türev ürünlerden haberdar değildir.
- Bankalar, piyasaya sunulan yeni türev ürünlerin işlem maliyetleri ve risk unsurlarından dolayı banka sermayeleri üzerine yeni yükler getirdiğini düşünmektedir. Bu nedenle, piyasaya katılım konusunda yeterli motivasyon sağlanamamaktadır. Yasal düzenleme yapılırken bu faktörün özellikle göz önünde bulundurulması gerekmektedir.
- Piyasaya katılım konusunda motivasyonu engelleyici bir başka unsur, bankalarca futures piyasalarındaki işlem maliyetlerinin yüksek, buna karşılık alınan teminatlara uygulanan faiz oranlarının düşük bulunmasıdır. İşlem maliyetlerinin yanısıra sözleşme miktarı olan 100.000.- ABD Doları piyasaya katılmayı düşünen yatırımcılar tarafından bir hayli yüksek bulunmaktadır. Piyasanın işlerlik kazanabilmesi için yüksek bulunan bu miktarın aşağı çekilmesi yolunda girişimde bulunulmalıdır.
- Sürmekte olan sorunlar konusunda belirtilebilecek bir husus da, bankaların mevcut bilgisayar yazılımlarında gerekli bütün değişiklikleri henüz yapmamış olmalarıdır. Ayrıca, türev araçlar konusunda eğitilmiş personel ihtiyacı sürmektedir.

- Makro ekonomik belirsizlikler, bankaların bu piyasalara sıcak bakmalarını engelleyen bir diğer neden olarak görülmektedir. Yaşanılan krizler, iyi birer deneyim olmakla birlikte, bankaların geleceği görmesini engellemekte ve bu nedenle vadeli işlemler konusunda çok daha çekimser davranmalarına yol açmaktadır.

Türkiye'de türev piyasaların gelişmesinin önem kazanmasıyla birlikte, ilgili kuruluşlarca çeşitli seminerler, konferanslar ve toplantılar düzenlenmeye başlanmıştır. Bu çalışmalara bir örnek de Merkez Bankası, BDDK, İMKB, TOBB ve TBB işbirliği ile 16 Ekim 2002'de, TOBB konferans salonunda gerçekleştirilen "Risk Yönetimi ve Vadeli İşlemler" konferansı olmuştur. Bu konferansta genel olarak, risk yönetiminin gerek finans, gerekse reel sektör açısından önemi, risk yönetimi ve türev piyasalar ilişkisi, Merkez Bankası döviz kuru politikaları, vadeli piyasaların kuruluşu ve işleyiş esasları gibi konular üzerinde durulmuştur. Risk yönetimi ve türev piyasalara ilişkin olarak; Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu konjonktürde risk yönetimi bilincinin ülkemizde yerleştirilebilmesi için finans sektörü ve reel sektörün ortaklaşa çözümler araması gerektiği, risk yönetimi ve türev piyasaların birbirinden ayrılmaz kavramlar olduğu, türev piyasaların işler hale gelmesi ve risk yönetimi bilincinin yerleşmesinin ülkemizde sığ bir görünümde olan para ve sermaye piyasalarını derinleştireceği hususları dile getirilmiştir.

Türkiye Bankalar Birliği'nce yayınlanmakta olan tüm bankaların nazım hesapları verileri kullanılarak oluşturulan ve Türkiye'de 1991-2001 döneminde, bankalarca gerçekleştirilen türev işlem hacimlerini gösterir tablo ve grafikler Ek 3'te sunulmaktadır. Tabloda yer alan veriler nazım hesaplarda gösterilen, türev işlem alım satım toplamları olan rakamlar kullanılarak oluşturulmuştur. Bu veriler kullanılarak hazırlanan grafiklerden de görüldüğü üzere, bankalar Haziran 1996 tarihi itibarıyla opsiyon işlemleri gerçekleştirmeye başlamışlardır. Gerçekleştirilen işlem hacmi, Aralık 1997 – Mart 1998 dönemi hariç olmak üzere artan bir seyir izlemiştir. Haziran 2000 itibarıyla opsiyon işlem hacimlerinde görülen düşüş, izleyen dönemlerde yerini yeniden artışa bırakmış, özellikle Aralık 2000 itibarıyla en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2001 yılı sonunda ise, opsiyon sözleşmelerinde Eylül ayı rakamlarına oranla çok az işlem gerçekleştirilmiştir. Futures işlemlere

ilişkin veriler faiz rakamlarını yansıtmaktadır. Aralık 2001 döneminde futures işlemleri faizlerinde görülen artışta, İMKB bünyesindeki piyasanın etkisi olduğu düşünülmektedir. Gerek swap, gerekse forward işlemleri paralel bir gelişim sergilemektedir. Her iki türev ürün çeşidinde de özellikle Eylül – Aralık 2000 dönemi görülen artış, Haziran 2001 itibariyle en üst seviyesine ulaşmıştır. Haziran 2001'den itibaren forward, swap ve opsiyon işlem hacimlerinde görülmeye başlanan düşüşün ise kriz sonrası dönemin etkisiyle gerçekleştiği düşünülmektedir. 1991-2001 dönemi genel olarak incelendiğinde ise, hemen hemen her 3 aylık dönem itibariyle en çok işlem forward sözleşmelerle gerçekleştirilmiştir.

5.6. Piyasalarda TCMB'nin Rolü

Önceki bölümde belirtildiği üzere, türev araç piyasalarının Türkiye'de gelişebilmesinin önündeki en önemli engel, ülkemizde riskten korunma (hedging) kültürünün henüz tam anlamıyla yerleşmemiş olması ve pek çok kuruluşun türev ürünlere bir spekülasyon yöntemi ya da kumar olarak bakması olgusudur. Ancak, son yıllarda ülkemizde yaşanan ekonomik krizler, bankacılık sisteminde risk yönetimi bilincinin yerleştirilmesini ve risk yönetimi aracı olan türev ürünlerin bilinçli kullanımının teşvik edilmesini gerekli kılmaktadır.

2002 yılı para ve kur politikası ve olası gelişmelere ilişkin 2 Ocak 2002 tarihli Basın Duyurusu'nda, Merkez Bankası'nın piyasaların oluşumu sürecinde üstlenmiş olduğu aracılık işlevine aşamalı olarak son verilmesi açıklaması çerçevesinde Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü bünyesindeki swap ve forward piyasalarının kapanacağı belirtilmiş, kuruluşların vadeli döviz işlemlerini organize bir piyasada gerçekleştirmelerini sağlamak üzere Ağustos 2001'de İMKB bünyesinde vadeli döviz sözleşmelerinin işlem gördüğü Vadeli İşlemler Piyasası'nın kurulduğu hatırlatılmıştır.

Merkez Bankası'nın türev araç piyasalarında üstleneceği gözetleyici ve düzenleyici fonksiyon sayesinde, türev araç piyasaları hem etkin hale gelecek, hem de bu yeni tip enstrümanlar piyasada tanınıp, kabul göreceklendir. Vadeli işlem piyasalarının ülkemizde etkin bir işleyişe kavuşturulması sadece uluslararası finansal piyasalara entegrasyonu

sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda bu piyasada oluşan fiyatlar, piyasa katılımcılarının gelecekle ilgili beklentilerini yansıtacağından Merkez Bankası tarafından karar alma sürecinde bir araç olarak kullanılabilir. Ayrıca, Merkez Bankası'nın gerekli bütün desteği vermeye hazır olduğu Türk Lirası faiz oranı üzerine yazılacak vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmeye başlaması finansal piyasaların, özellikle kredi piyasalarının gelişmesine ve derinlik kazanmasına yardımcı olacak ve vadeli döviz sözleşmelerine ilişkin fiyatlamaların da etkin olarak yapılabilmesini sağlayacaktır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, türev araç piyasalarının ülkemizde işler hale gelmesiyle, bankalar gelecekle ilgili daha isabetli tahminlerde bulunabilecek ve önlerini daha iyi görebileceklerdir. Aynı zamanda, döviz üzerine yapılan spekülasyonlar da azalacaktır. Geçilmesi planlanan enflasyon hedeflemesi uygulamasında önkoşul olan serbest dalgalanan kurların finansal sistemde yaratabileceği olumsuz etkiler türev piyasaların varlığı ve işleyişi ile en aza indirilebilecektir.

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Öncelikle mal piyasalarında, daha sonra ise yaygın olarak finansal piyasalarda kullanılmaya başlanan türev ürünler ve bu ürünlerin işlem gördükleri piyasaların dünyanın pek çok yerindeki hızlı gelişimi, ekonomilere yaptıkları olumlu katkının kanıtı olmaya yeterlidir. Geleneksel finansal araçların ortaya çıkardığı riskleri en aza indirerek finansal sistemin temel görevlerinden biri olan risk yönetimini daha kolay ve ucuz hale getiren türev ürünler aynı zamanda, gelecekteki fiyatları da öngörülebilir hale getirerek istikrarlı bir piyasa dengesinin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Türev piyasaların sunmakta oldukları piyasa riskinden korunma, sermaye piyasalarını tamamlama, işlem ve işletme maliyetlerini azaltma, uluslararası piyasalarda sermaye akımını kolaylaştırma, firma değerini artırma, fiyat sinyallerinin etkinliğini artırma ve bankacılık sisteminin karlılığını artırma gibi fonksiyonlar ekonomik etkinliği artırmaktadır.

Türev ürünlerin sayılan bu faydalı fonksiyonlarına rağmen, türev piyasalarda az bir bedel ödeyerek çok büyük miktarda işlem gerçekleştirmenin mümkün olması; piyasada beklenilenin tersine bir gelişme olması durumunda kayıplara yol açabilmektedir. Ayrıca, pek çok finansal çevre türev işlemlerin finansal kriz ortamlarında, kriz etkilerini hızlandırıp derinleştirdiklerini ve bir ülkedeki ekonomik kriz etkilerinin başka ülke ekonomilerine de bulaşmasına yol açabildiklerini düşünmektedir. Bu nedenle, türev ürünler kullanılırken bazı kurallara uyulması gerekmektedir. Muhasebe çerçevesinin türev ürünleri doğru bir şekilde yansıtacak özellikte çizilmesi, kullanıcılar arasında şeffaflığın geliştirilmesi, ülkeler arasındaki yasal çerçeve farklılıklarının giderilmeye çalışılması ve piyasa oyuncularının kullanmakta oldukları risk yönetimi tekniklerini geliştirecek önlemlerin alınması yoluyla türev piyasaların bilinçsiz kullanımının ekonomi üzerindeki olası olumsuz

etkileri önlenmiş olacaktır. Ayrıca, türev pozisyonların finansal tablolarda daha şeffaf şekilde gösterilmesi, kriz dönemlerinde temelsiz söylentileri de engelleyecektir.

Türev araçları kullanan piyasa katılımcılarının kullandıkları ürünün karmaşıklığını ve yol açabileceği riskleri anlayabilmeleri önemlidir. Türev ürün kullanımı sonucu ortaya çıkabilecek risklerden korunmak amacıyla çeşitli önlemlerin alınmış olması gerekmekte, gereksiz risk üstleniminden kaçınılmalıdır. Firmalar risk yönetimi stratejilerini belirlerlerken, hangi risklerin hedge edileceğini, hangilerinin hedge edilmeden bırakılacağını, hangi tür türev ürünlerin tercih edileceği ve risk yönetimi stratejilerinin nasıl belirleneceği konusunda kapsamlı incelemeler yapmalıdır. Seçilen türev ürünün faiz oranları ya da döviz kurlarında ortaya çıkabilecek aşırı dalgalanma durumlarında nasıl bir performans göstereceği araştırılmalıdır. Risk yönetimi stratejileri açıkça belirlenmiş ve kurallara bağlanmış olmalıdır. Türev ürünleri risk yönetimi stratejilerinin bir parçası olarak kullanan kuruluşlar seçtikleri ürünleri tam anlamıyla anlayabilmeli ve bu ürünün kendi firma risk yönetimi stratejisiyle uyumlu olup olmadığına dikkat etmelidirler.

Finansal sistemi düzenleyici kurallar koyan çevrelerin, türev pozisyonların finansal tablolarda daha fazla yer almasına ve söz konusu türev ürünlerle yoğun olarak işlem yapan kuruluşların yeterli sermayeye sahip olması hususuna dikkat etmeleri gerekmektedir.

Türev piyasaların, etkin bir şekilde işleyebilmesi için öncelikle etkin bir spot piyasa ile risk transfer ihtiyacının var olması gerekmektedir. Türev piyasaların gelişimini engelleyici en önemli unsurlar ise, hükümet kontrolü; piyasalar, fiyatlar ve sermaye akımları üzerinde ulusal ve uluslararası sınırlamalar; spot piyasa müdahaleleri; yasal çerçeve eksiklikleri; kanun koyucu kuruluşlar arası uyumsuzluklar; az gelişmiş ticari ve finansal piyasalar; para yönetimi ve ulusal para konusunda yetersiz ekonomi politikaları olarak görülmektedir.

Ekonominin düzgün bir seyir izlediği ülkelerde türev piyasalar daha kolay işlemektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarsızlıklar sonucu ortak özellik olarak ortaya çıkmakta olan ekonomik ve finansal ufkun

daralması olgusu türev piyasaların uygulanmasını ve gelişimini engellemektedir. Nitekim, finansal araçların yeni yeni geliştiği ülkemizde de ekonomik ve siyasal yapının düzgün ve istikrarlı olmaması türev piyasaların oluşumunu ve gelişimini engelleyen başlıca aktör olmuştur. İçinde bulunduğumuz dönemde mevcut para programının da hedefi olan ulusal parada istikrar, türev araç piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi için gerekli olan önemli bir faktördür. Gerçekte, tutarlı para politikaları ile desteklenen istikrarlı bir ekonomik ortam ve kontrol altına alınmış enflasyon tüm piyasaların etkin işleyişi için bir önkoşuldur. Ayrıca, finansal yapının istikrarsız olması tüm piyasaları manipülasyona açık hale getirmektedir.

Türev piyasaların sağlıklı işleyişi için makro ekonomik istikrarın bozulmasında en önemli faktör olarak görülen enflasyon oranının düşürülmesi gerekmektedir. Enflasyonun kontrol edilemediği ekonomik ortamlar, fiyatları ancak artan bir yönde değişken kılmaktadır ki, bu da piyasaların işleyişi açısından önemli bir sakınca arz etmektedir. Örneğin, yüksek enflasyon ortamlarında döviz kurları devamlı artan bir görünüm sergilemektedir. Türev piyasaların varolabilmesi için fiyatların her iki yönde hareket edebiliyor olması gerekmektedir.

Piyasalardaki fiyat dalgalanmaları hem türev araç piyasalarına olan ihtiyacı ortaya çıkarmakta, hem de bu şekilde kurulmuş bulunan piyasaların işleyişi için gerekli olan önkoşullardan birini teşkil etmektedir. Türev araç piyasalarına, fiyat artış veya azalışlarından yararlanarak getiri elde etmek ya da dalgalanan bu fiyatların yol açtığı riskleri azaltmak amacıyla giren katılımcılar ancak değişken fiyatlar söz konusu olduğunda bu piyasalara girmek konusunda özendirileceklerdir.

Çok sayıda alıcı ve satıcıyı karşılaştırarak serbest piyasa ekonomisinin en önemli özelliği olan gerçek fiyatların oluşmasına katkıda bulunan türev piyasaların etkin bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için spot para piyasalarının işleyişinde sorunlar olmamalıdır. Türev ürünün üzerine yazıldığı finansal varlığın spot piyasadaki işlem hacminin yeterli derinliğe sahip olması gerekmektedir. Örneğin, hisse senedine bağlı türev ürün kullanımının yaygınlaşabilmesi için, spot hisse senedi piyasasında yeterli sayıda portföy tutan yatırımcılara ve yatırım fonlarına ihtiyaç vardır. Aynı

zamanda, sermaye piyasaları gerektiği gibi işlemiyorsa türev ürün piyasalarının işleyişi hayli güç olacaktır.

Türkiye’de, Şubat 2001 itibariyle geçilmiş bulunulan dalgalı döviz kuru rejimi, vadeli döviz sözleşmelerinin işlem göreceği piyasanın kuruluşuna yönelik çabaları yoğunlaştırmış, TCMB’nin de teknik desteği ve katkılarıyla piyasa Ağustos 2001 tarihinde kurulmuştur. Ancak, işleyişe yönelik sorunlar piyasanın işlerlik kazanabilmesine engel olmaktadır. Dalgalı kur sisteminin daha sağlıklı işleyebilmesi için, kurulmuş bulunan bu piyasanın işlerlik kazanması gerekmektedir.

Geçilmesi planlanan enflasyon hedeflemesi uygulamasında, dışsal şoklarla karşı karşıya kalındığında olumsuz etkilerin oluşmaması için serbest dalgalanan kur sisteminin bir ön koşul olduğu bilinmektedir. Ancak, kurlarda yaşanan dalgalanmalar finansal piyasalarda döviz cinsinden tanımlanmış borç yükünü artırarak dengesizliğe yol açabilmektedir. Türev araçlar kullanılarak kurlardaki dalgalanmaların gerek finansal kesime, gerekse ithalat ve ihracat yapan firmalara zarar vermesi önlenebilecektir. Döviz türev piyasaları, piyasa istikrarının sağlanmasına katkıda bulunarak Merkez Bankası politika uygulamalarını kolaylaştıracaktır. Piyasalardaki fiyat istikrarını sağlamak, dünya merkez bankalarının hemen hepsinin temel görev ve hedefidir. Bu bağlamda, gelecekte mal ya da finansal varlık teslimini öngören, ancak, fiyatların bugünden belirlendiği bir alım satım mekanizmasının etkin işleyişi ile piyasada serbestçe belirlenen döviz fiyatlarında görülebilecek aşırı hareketler, piyasa kuralları çerçevesinde dengelenebilecektir. Böylelikle, merkez bankalarının spot döviz piyasalarına müdahalesi de en aza indirilmiş olacaktır.

Türkiye’de finans sektörü türev araçlar konusunda yeterince bilgiye ve deneyime sahip değildir. Gerek mevzuat, gerekse altyapı konusunda hala bir takım düzenlemelere ihtiyaç vardır. Finans piyasalarında gözlenen istikrarsızlık türev piyasaların gelişmemesinin bir diğer nedenidir. Değnilmesi yerinde olacak bir başka nokta ise, Sak’ın da belirttiği gibi, piyasanın varoluşu için gerekli ekonomik önkoşul olan serbest dalgalanan döviz kuru mekanizmasına geçilmiş olmasına rağmen piyasa aktörlerinin fiyatların olası yönü ve boyutu konusunda kesin bir kaniya sahip

olamamalarıdır. Piyasa, içinde bulunulan para politikası çerçevesi ile ilgili yeterince bilgiye sahip değildir. Dolayısıyla, para politikası çerçevesinin piyasalara daha iyi aktarılması gerekmektedir. Ülkede yaşanan krizler sonrası, karar alıcıların artan risk algılamaları bu piyasalara sıcak bakılmasını engellemektedir. Ayrıca, yine kriz sonrası dönemde görülen özkaynak erimesi de karar alıcıları risk üstlenme konusunda tedirgin etmektedir. Bankalar sermayeleri üzerinde yeni yükler yaratacağını düşündükleri türev araç piyasalarına bu nedenlerle pek sıcak bakmamaktadırlar (Sak, 2002).

Sınırlı kaynakların optimal kullanımını sağlamada etkin bir araç olan rekabetçi piyasa ekonomisi, birbiriyle etkileşim içinde bulunan ve birbirini tamamlayan üç ana parça olan para, sermaye ve mal piyasalarından oluşmaktadır. Bu piyasaların birindeki sorun diğerini de etkileyeceğinden, bu üç temel piyasa birbiriyle ilişkili ve dengeleyici bir biçimde işlemeli, piyasaların işleyişi ise sistematik bir çerçeve içine oturtulmalıdır. Türkiye'deki ekonomik sistem para ve sermaye piyasaları üzerine yoğunlaşmış ve bu piyasaların faktör piyasalarını da kapsayan mal piyasaları ile olan ilişkileri sürekli göz ardı edilmiştir. Oysa bu iki piyasada ortaya çıkan darboğazlara rağmen ekonomiyi ayakta tutabilen temel direk mal piyasalarıdır. Mal piyasalarının gelişmediği, para ve sermaye piyasalarına entegre edilmeyip devre dışı bırakıldığı bir ekonomide fon akımları da yalnızca para ve sermaye piyasaları arasında gerçekleşecektir. Bu durum, ekonomide spekülasyon kazanç ağırlıklı bir ortamın doğmasına yol açacaktır ki, bu ortamlarda her ülkenin amacı olan ekonomik büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek mümkün değildir. Ekonomik büyüme ancak ekonomik değer üretmek mümkündür. Bu nedenle, mal piyasalarına dikkatlerin yoğunlaştırılması gerekmektedir. Bu çerçevede, 17 Haziran 2002 tarihinde imzalanmış bulunan İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. ana sözleşmesi önemli bir adımdır. Yaklaşık 10 yıldır süren çabalar sonucu kurulmuş bulunan borsa aynı zamanda Türkiye'nin ilk özel borsası olma özelliğini taşımaktadır. Bu borsa bünyesinde faaliyete geçecek olan piyasa para, sermaye ve mal piyasaları arasındaki entegrasyon ve etkileşimi, fon akımlarının bu üç temel piyasa arasında dolaşımına aracılık ederek sağlayacaktır. Bu piyasalar sayesinde mal fiyatları piyasada serbestçe oluşabilecek, kamu kesimi fiyatlara müdahale edemeyecektir. Aynı zamanda,

bu piyasa sayesinde mal piyasalarında üretim planlaması ve geleceğe yönelik planlar daha rasyonel yapılabilecektir.

Dünyada, son 30 yılda görülen yoğun finansal yenilik faaliyetinin artan bir hızla devam etmesi beklenmektedir. Yenilikler kurumsal alt yapıyı hızla değiştirmektedir. Bilgisayar teknolojisi ve özellikle elektronik ticaret teknolojisi daha hızlı ve derin finansal yenilikleri destekleyebilecek hızda gelişmektedir. Teknoloji artık dünyanın her tarafından ulaşılabilir hale gelmiştir. Finans teorisindeki gelişmeler bilgi teknolojisine ayak uydurmakla kalmayıp iki alan arasında stratejik bir işbirliği de sağlanmıştır. Artan uluslararası rekabet ve hızla gelişmeye devam eden ticaret teknolojisi finansal yeniliklerin artan bir yoğunlukta devam etmesine yol açacaktır. Finansal yeniliklerin getireceği ekonomik yarar ancak kurumsal yapıların değişmesi ile mümkün olacaktır. Kurumlar arası rekabette başarının yeni ön şartı yenilik üretme yeteneği, yapısal esneklik ve global hareket yeteneğidir. Sadece yenilik üretebilenler ya da ortaya çıkan yenilikleri en çabuk uyum sağlayan kurumlar gelecek vaatmektedir. Bu nedenle, finansal sektörde görülen bu gelişime üretim sektörü de ayak uydurmalı ve kendisini yenilemelidir. Bu çerçevede, ülkemizde risk yönetimi bilincinin finans sektöründe olduğu kadar reel sektörde de yerleşmesi gerekmektedir. Reel sektör finansal risklerle karşı karşıyadır ve Türkiye'deki reel sektör firmaları da türev ürün kullanımına başlamış durumdadır. Ancak, bu ürünler bilinçli kullanılmadığı ve daha yüksek kar elde etmek amaçlı kullanıldığında inanılmaz boyutlarda zararlar ortaya çıkabilmektedir. Bugün, bir banka, riski nasıl algılıyor ve nasıl yönetiyor ise, reel sektör firmaları da aynı şekilde bilançolarında bunu yapmak zorundadır. Risk yönetimi bilincinin yerleşmesi ve vadeli işlem piyasalarının işler hale gelmesi ülkemizde sığ bir görünüm sergileyen para ve sermaye piyasalarını derinleştirecektir. Risk yönetimi ve krizler birlikte ele alınması gereken kavramlardır. Tüm sektörlerde yaygınlaşacak etkin bir risk yönetimi ve gözetim sistemleri anlayışı kriz ortamlarında gereksiz kayıplar verilmesini engelleyecektir.

Türev araç piyasalarının etkin işleyişi için göz önünde bulundurulması gereken bir takım mikro ekonomik faktörler de söz konusudur. Öncelikle spot ve vadeli işlem piyasalarında oluşan fiyatlar arasında anlamlı bir ilişki

olmalıdır. Gelecek piyasasında işlem görecektir olan hiçbir varlığın fiyatını spot fiyattan bağımsız olarak belirlemek mümkün değildir.

Türev araç piyasalarındaki işlem maliyetleri, spot piyasalardaki maliyetlerden fazla olursa piyasaya yeterli katılımcı bulmak mümkün olmayacaktır. Türkiye'de döviz üzerine yazılan sözleşmelerin işlem göreceği piyasanın kuruluşu başlangıçta muhafazakar ilerlemiştir. Vadeli işlemler piyasası, sözleşmelerin piyasaya sunumunun spot piyasaları etkileyip etkilemeyeceği, kaldıraçlı işlemler oldukları için mevcut piyasa açısından tehlike arz edip etmeyeceği konusunda uzun incelemeler yapıldıktan sonra kurulduğundan sözleşme büyüklüğü yüksek tutulmuştur.

Piyasanın işleyiş ve teslim şartları çok iyi bir biçimde belirlenmiş olmalı, yasalar ve tebliğlerle düzenlenmelidir. Ülkede, yasal sözleşme usulüyle alım satım yapma geleneği yerleşmiş olmalıdır.

Borsada oluşacak fiyatlarla ilgili, katılımcıların ve diğer kitlenin son derece iyi bilgilere sahip olması, diğer bir anlatımla, piyasada oluşan fiyatlar ve miktarlarla ilgili her türlü bilginin herkese aynı anda ve aynı maliyetle açık olması gerekmektedir. Uzman kişiler borsaların işleyişi ile ilgili olarak bilgilendirilmeli gerekirse gelişmiş borsalara eğitime gönderilmelidir. Yeterli sayıda aracı kurum, yeterli sayıda finansal kurum, çok iyi organize olmuş bir borsa ile takas odası, gelişmiş bir iletişim ve broker sistemi mutlak surette piyasada yerleşmiş olmalıdır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın bugün erişmiş olduğu nokta bu konuda hayli ümit vericidir.

Ülkemizde türev ürünlerin kullanımı henüz tam anlamıyla yaygınlaşmamış durumdadır. Kullanılmakta olan ürünlerin vadeleri ise, çok kısa olarak belirlenmektedir. Döviz bazlı ürünlerde, Türkiye dışından banka veya araçlar, ülke riskinden dolayı bir yılın üzerindeki vadeli işlemlere girmekten kaçınılmaktadırlar. Finans alanı dışındaki şirketler, geleneksel ekonomi politikalarının da etkisiyle türev araçlar hakkında fazla bilgiye sahip değildir. Bankaların çoğunda, türev araçlar konusunda bilgili, eğitilmiş personel yoktur. Bu bağlamda, dünyadaki türev araçların ve bu araçların işlem gördüğü piyasaların daha yakından tanınması ve takip edilmesi

gerekmektedir. Türev araç piyasalarında işlem yapacak katılımcıların uygulama teknikleri konusunda deneyim kazanmaları yerinde olacaktır.

Piyasa işleyişine ilişkin olarak vergilendirme, muhasebeleştirme, uzaktan erişim, mal üzerine yazılmış vadeli işlem piyasaları gibi pek çok sorun çözüme kavuşturulmuş olmasına rağmen, bu sözleşmelerin alım satımında kullanılacak standart bir yasal çerçeve henüz yoktur. Bu yasal çerçevenin mümkün olan en kısa sürede ve yeniliklere uyum sağlayabilecek özellikte oluşturulması önem arz etmektedir. Ancak, yasal çerçevenin tam anlamıyla kurulabilmesi için de vadeli işlemler piyasasının nihai fiziki mekanının belirlenmiş olması gerekmektedir.

Vadeli işlemler konusunda başlatılmış bulunan çalışma komitesi toplantıları sonucunda, mevcut sorunların çözümü konusunda önemli adımlar atılmıştır. Bu çerçevede, toplantıların belli periyodlarla devam ettirilmesinin, halen çözüme kavuşmamış sorunları ortadan kaldırmak konusunda olduğu kadar, kurumların ve bireylerin ileriye yönelik nakit hareketleri ile bugünden işlem yapmalarına olanak vererek, gelecekle ilgili faiz belirsizliklerinden yatırımcıların etkilenmelerini önlemeye yönelik TL faiz oranı üzerine yazılmış bir futures piyasasının oluşması açısından da gereklidir. Mevcut sorunlara getirilecek çözümler türev araç piyasalarının ivme kazanmasını kolaylaştıracaktır.

Ülkemizde, türev araçlar konusunda bugün itibarıyla gelinen nokta gelecek için ümit vericidir. Gerçekte, her finansal yenilik, yeni bir piyasa öncelikle muhafazakar yaklaşımlarla karşılanmakta, piyasa katılımcılarının yeniliklere alışması zaman almaktadır. Bu nedenle, kurulmuş bulunan vadeli işlem piyasasına şu anda muhafazakar yaklaşılması normal bir gelişmedir. Piyasanın etkin bir işleyişe kavuşabilmesi için ekonomik krizin bitmesini, enflasyonun düşmesini ve büyümenin hızlanmasını beklemek gerekecektir

Bu süreci hızlandırabilmek amacıyla Merkez Bankası'na düşen rol türev piyasalar konusunda başlatmış olduğu piyasa katılımcılarını bilinçlendirme çalışmalarına devam ederek, gerek finansal sektör, gerekse de reel sektör kuruluşlarının türev piyasalar ve bu piyasaların para ve döviz kuru

politikaları üzerindeki etkileri hakkında bilgi sahibi olmalarını sağlayacak girişimlerde bulunmak olacaktır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, türev araç piyasaları, ülkemizde de genel ekonomi ve finans sektörünün performansına bağlı olarak gelişme gösterebilecek ve gelişmiş spot piyasaların yanısıra türev araç piyasaları da etkin bir işleyişe kavuşabilecektir.

KAYNAKÇA

- AMARAL, J.L. Bolsa de Mercadorias & Futuros. Brazilian Merchantile & Futures Exchange (BM&F). <http://r0.unctad.org/infocomm/exchanges/docs/brasil.pdf>. (01.10.2002).
- AKCAN, Ahmet. Futures Piyasalarının Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Model Önerisi. Vergi Dünyası Sayı: 248. Nisan, 2002.
- AKÇAOĞLU, Emin. Financial Innovation in Turkish Banking. Ankara: SPK. 1999.
- AKGİRAY, Vedat. Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları. İstanbul: İMKB Dergisi. Cilt:2. No:5. Ocak-Mart 1998. ISSN 1301-1650. İMKB.1998.
- ALLAYANNIS, George ve Eli Ofek. Exchange Rate Exposure, Hedging, and The Use Of Foreign Currency Derivatives. Leonard N.Stern School Finance Department Working Paper Series. New York Üniversitesi. Temmuz, 1997. <http://econpapers.hhs.se/paper/fthnystfi/98-002.htm> (05.02.2003).
- As Volatility Rises, So Do Derivatives. U.S. Banker Magazine, Ağustos, 1999. http://www.findarticles.com/cf_0/m0edf/1999_August/55377238/p2/article.jhtml?term=derivatives. (29.1.2003).
- AYDOĞAN, Kürşat. Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not. İstanbul: İMKB Dergisi. Cilt:2. No:5. Ocak-Mart 1998. ISSN 1301-1650. İMKB.1998.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Eylül 2002. Basın Açıklaması. <http://www.bis.org>. (01.11.2002).
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Kasım 2002. Basın Açıklaması. <http://www.bis.org>. (20.11.2002).
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. BIS Quarterly Review. International Banking and Financial Market Developments. Aralık 2002.
- BENSMAN, Miriam. Where frontiers meet. Global Custodian March 1993. <http://www.assetpub.com/archieve/gc/9301gcmarch/Mar93GC094.html>. (01.07.2002).

- BHASKAR, Vashista. Ocak-Mayıs 2000 Akademik dönemi Futures and Options ders notları. ABD Duquesne Üniversitesi: MBA Master programı. 2000.
- BLEJER, I. Mario ve Liliana Schumacher. Central Bank Use Of Derivatives and Other Contingent Liabilities: Analytical Issues And Policy Implications. IMF Working Paper. WP/00/66. Mart, 2000. <http://www.imf.org>. (05.02.2003).
- BODIE, Zvi, Alex Kane ve J. Alan Marcus. Investments. 4th Edition. Irwin McGraw Hill Companies. USA, 1999.
- BODNAR, M. Gordon ve Gunther Gebhardt. Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non/Financial Firms: A Comparative Survey. NBER Working Papers No: 6705. Ağustos, 1998. <http://econpapers.hhs.se/paper/nbrnderwo/6705.htm>. (05.02.2003).
- BODNAR, M. Gordon, A. de JONG ve Victor Macre. The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage. Erasmus Research Institute of Management. Erasmus University, Rotterdam. Discussion Paper No:152. 2001. <http://econpapers.hhs.se/paper/dgreureri/2001152.htm>. (05.02.2003).
- BOLAT, Murat, Murad Kayacan, Mustafa Yılmaz, Yaman Başaran, ve Z. Metin Ustaoglu. Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması. İstanbul: İMKB.1995.
- BOUGHEY, Simon. Unloading Credit Risk.(Managing Credit Dervatives) CFO, Magazine For Senior Executives. Kasım, 1998.
- Brazilian Merchantile and Futures Exchange (BM&F) Case Study. 16 Kasım 2001.<http://www.microsoft.com/servers/evaluation/casestudies./bmandf.asp> (23.11.2002).
- Brazilian Real Futures and Options Contract Specifications. <http://www.e-analytics.com/fu114.htm>. (25.05.2001).
- Brazilian Derivatives Market. http://www.emgmkts.com/research/brazilian_sec/securitiesindustry.htm. (23.11.2002).
- BREALEY, A.Richard, C. Myers Steward, ve J.Alan Marcus. Fundamentals Of Corporate Finance. 2nd Edition. USA: Irwin McGraw Hill Companies. 1999.
- BREUER, Peter. Central Bank Participation in Currency Options Markets. IMFWorking Paper.1999.
- BRIGHAM, F. Eugene, Lois C. Gapenski ve Micheal C. Ehrhardt. Financial Management. Theory and Practice. 9th Edition. The Dryden Press. USA, 1999.

- CARSTENS, Gordon ve Alan Werner. Mexico's Monetary Policy Framework Under Floating Exchange Rate Regime. Mayo de Documneto Investigacion No:9905. Direccion General de Investigacion Economica. Banco de Mexico. 1999.
- CASS, Dwight. Web Alert From MexDer. Kasım 1999. <http://www.financawise.com/public/edit/riskm/latin2000/lat2000-news.htm>. (20.09.2002).
- CHAPMAN, Robert. The Derivatives Mess A Looming Financial Derivatives Crises. Kasım, 1998. s. 7. <http://www.usagolg.com/DerivativesChapman.html>. (31.01.2003).
- CHEW, Lillian. Managing Derivative Risks: The Use and Abuse of Leverage. John Wiley & Sons Ltd. England: 1996.
- Chicago Merchantile Exchange Products- Brazilian Real Futures & Options <http://www.cme.com/market/brazil.html>. (25.05.2001).
- CULP, Christopher L. The Brady Report: Threat to Stock Market Stability. Foundation of Economic Education Inc. Mayıs, 1988. Vol. 38. No:5. <http://www.libertyhaven.com/theoreticalorphicalissues/economics/financialmarkets/brady.html>. (24.02.2003).
- CULP, Christopher L. ve Robert J. Mackay. Regulating Derivatives: The Current System and Proposed Changes. Cato Institute : Washington D.C. 2001. <http://www.cato.org/pubs/regulation/reg17n4b.html>. (22.11.2002).
- DARBY, R. Micheal. Ovet-the-Counter Derivatives And Sistemik Risk To The Global Financial System. NBER Working Papers. No: 4801. Temmuz 1994. <http://ntcc.mcc.ac.uk/woPEC/data/papers//n.brnberwo4801.htm>. (05.02.2003).
- DOĞRU, Güzin. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Alım Satım Sistemi, Vadeli İşlem Piyasalarında Uygulamalar. İstanbul: İMKB Yayınları. 2001.
- DODD, Randall. Primer Derivatives. Derivatives Study Center. <http://www.econstrat.org/dscprimer.htm>. (04.12.2002).
- DODD, Randall. The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis. Derivatives Study Center. Washington D.C.: Kasım, 2000.
- DÖNMEZ, Çetin Ali. Vadeli İşlemler Piyasası Alım Satım ve Takas Sistemi Özellikleri. İMKB Dergisi. Cilt:2. No:5. Ocak-Mart 1998. ISSN 1301-1650. İMKB. 1998.
- Döviz İşlemleri Müdürlüğü ve Döviz ve Efektif Piyasaları Talimatları.
- ERDOĞAN, Oral ve Murad Kayacan. Finansal Türevlere Ne Zaman Başlanmalı? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği. İMKB Yayınları. 1999.

- ERİŐTI, Murat. Döviz Piyasalarında Yapılan Swap, Options ve Futures İşlemlerinin Vergi Hukuk Açısından İrdelenmesi. Vergi Dünyası. Sayı: 233. Ocak, 2001. s. 92-96.
- ERSAN, İhsan. Bankalarda Döviz Yönetimi. Türkiye Bankalar Birliği Yayınları. No:150. 1988.
- EROL, Ümit. Vadeli İşlem Piyasaları. Teori ve Pratik. İstanbul: İMKB Yayını. 1999.
- EROL, Ümit. Risk Yönetimi ve Türev Piyasalar. Vadeli İşlemler Piyasası Üye Temsilcisi Teorik Eğitim Programı İMKB, İstanbul: Kasım, 2001.
- EUREX–The World’s Leading Derivatives Exchange http://www.eurexchange.com/entrancehall/about_worldleading_en.html. (26.02.2003).
- FELDSTEIN, Martin. Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. NBER Working Paper Series. No: 8837. Mart 2002. <http://www.nber.org/papers/w8837>. (31.01.2003).
- Financial Times. World Currencies. <http://www.marketprices.ft.com/markets/currencies>. (11.12.2002).
- FITZGERALD, M. Desmond. Financial Options. London: Euromoney Publications. 1987.
- Futures: The Realistic Hedge For The Reality of Risk. Education and Marketing Services Department of CBOT. ABD. 1988.
- GARBER, M. Peter. Derivatives In International Capital Flow. National Bureau Of Economic Research. NBER Working Paper Series. No: 6623. Haziran, 1998.
- GEMMILL, Gordon. Options Pricing. An International Perspective. London: McGraw-Hill Book Company Europe. 1993.
- GHYSELS, Eric ve Junghoon Seon. The Asian Financial Crisis : The Role of Derivatives Securities Trading and Foreign Investors Scientific Series. Montreal: Mart, 2000. <http://ideas.repec.org/p/cirwor/2000s-11.html> (31.01.2003).
- GIBSON, Rajna ve Heinz Zimmermann. The Benefits and Risks of Derivative Instruments. An Economic Perspective. İsviçre: Aralık 1994. <http://www.finance.wat.ch/GenevaPapers/paper1.htm>. (22.11.2002).
- Globex Alliance. <http://www.cdcc.ca/english/links/alliance.htm>. (9.11.2002).

- GORTON, Gary ve Richard Rosen. Banks And Derivatives. Univerisity of Pennsylvania. Şubat 1995. <http://econpapers. hhs.se/paper/wop pennin /95-07.htm>. (05.02.2003).
- GREENSPAN, Alan. Financial Derivatives and the Risks They Entail. BIS Review 32/1999. <http://www.bis.org./review/r990324a.pdf>. (19.3.1999 tarihli konuşma).
- GREENSPAN, Alan. Statement To Congress. Federal Reserve Bülteni. Temmuz, 1994. s. 594-605.
- GÜVEN, Vedat. TRL Bacaklı Döviz Gelecek Sözleşmeleri ve Borsası. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği. 1994.
- Hedging Mexican Money Market Instruments with the CME Mexican Peso Futures Contracts.<http://www.cme.com/market/currency/strategy/mexhedgi.html>. (25.05.2001).
- HELLAND, Erik. Does Korea Need Two Futures Exchanges? Derivatives Strategy-May97. <http://www.derivativesstrategy.com/magazine/ archive 1997/0597asia.asp>. (30.10.2002).
- HERNANDES-TRILLO, Fausto. Finacial Derivatives Introduction and Stock Return Volatility in an Emerging Market Without Clearinghouse. The Mexican Experience. Journal of Emprical Finance. 6, 2 (Nisan,1999). s. 153.
- İMKB. Vadeli İşlemler Piyasası. <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>. (03.02.2002).
- International Swaps and Derivatives Association (ISDA). <http://www.isda.org>. (05.03.2002).
- İstanbul Altın Borsası. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası. <http://www.iab.gov.tr /turkish/piyvad0htm>. (23.11.2002).
- JEANNEAU, Serge. Derivatives Markets. BIS Quarterly Review, Eylül 2002. http:// www. bis.org/qtrpdf/r _qt0209d.pdf.
- JOCHUM, Christian ve Laura Kodres. Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies? IMF. 1998. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/doctext.cfm?docno=W P/98/13-EA>. (28.05.2001).
- JUNG-HO, Kang. 1997 Financial Crisis Helps Boost Korea Futures Exchange The Korea Times. http://www.hankooki.com/kt_op /200206 /t2002061017473248110.htm. (31.01.2003).
- KARASAR, Niyazi. Araştırmalarda Rapor Hazırlama. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım. 2000.

- KARASAR, Niyazi. Bilimsel Araştırma Yöntemi. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım. 2000.
- KETTEL, Brian. Derivatives: Valuable Tool or Wild Beast? Global Treasury News. 1999. <http://www.gtnews.com>. (29.01.2003).
- KIRDALOĞLU, Selda ve Figen Saklar. 90'ların Çağdaş Finans Teknikleri. Bankacılar Dergisi 7. Ankara. 1992.
- KIRIM, Arman. Futures ve Opsiyon Piyasalarında Yeni Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması Hakkında Bazı Düşünceler. DC Gardner Türkiye International Consultants. 1992.
- KİM, Yu-Kyung. Hisse Senedine Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının Açılması: Kore Örneği İstanbul: İMKB Dergisi. Cilt:2. No:5. Ocak-Mart 1998. ISSN 1301-1650. İMKB.1998.
- KURTAY, Selma. Foreign Currency Options. Market Structure, Pricing, Strategies and Accountancy. Ankara: SPK. 1997.
- LA PLANTE, J.Duncan. Growth and Organization of Commodity Markets, The Concise Handbook of Futures Markets. ABD. 1986.
- LATTER, Tony. Derivatives from a Central Bank Perspective. BIS Review 91/2001. <http://www.bis.org>. (20.10.2002).
- LEVICH, M. Richard, Gregory S. Hayt ve Beth A Ripston. 1998 Survey Of Derivatives and Risk Management Practices by U.S. Investors. Leonard_N.Stern School Finance Department Working Paper Series. New York University. Ekim,1999. <http://econpapers.hhs.se/paper/fthnystfi/99/074.htm>. (05.02.2003).
- MEDINA,G. Manuel, Duclaud.Javier, Gonzales de Castilla, ve Alanso G. Tames. Strategy for Accumulating Reserves Through Options To Sell Dollars. The Case of Banco De Mexico. 1999.
- MIVILE, Martin. Survey Of The Canadian Foreign Exchange And Derivatives Markets. Bank of Canada Review, Vol. 1996. Issue: Winter. s. 45-71. 1996. http://econpapers.hhs.se/article/bcabcarev/v_3a1996_3ay_3a1996_3ai_3awinter_3ap_3a45-71.htm. (05.02.2003).
- MÜMİNOĞLU, Miray. Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması için Gerekli Düzenlemeler. Ankara:Türkiye Bankalar Birliği Yayınları. 1994.
- ÖZŞAHİN, A. Kerem. Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği. Ankara: SPK. 1999.
- Paranın Tanımı ve Fonsiyonları. Döviz Piyasaları. <http://thelibrary.4t.com/pro1.html>. (11.10.2002).

PEEK, Joe ve Eric S. Rosengren. Derivatives Activity At Troubled Banks. University of Pennsylvania. Ekim, 1996. s.1. <http://econpaper.hhs.se/paper/wopennin/96-52.htm>. (05.02.2003).

PITTS, Mark, Listed Options and Futures Contracts on Fixed Income Securities. Shearson Lehman Brothers. 1986.

Proposals For Improving Global Derivatives Market Statistics. CGFS Publications No:6. Temmuz, 1996. <http://www.bis.org/publ/ecsc06.htm>. (04.02.2003).

PYLE, David. The Economic Functions of Derivatives: An Academician's Point Of View. Research Program In Finance Working Papers No RPF/229. University of California: Berkeley. Temmuz, 1993. <http://www.econpapers.hhs.se/paper/ucbcalbrf/rpf-229.htm>. (05.02.2003).

Resmi Gazete'de yer alan genelge ve yönetmelikler.

RODRIGUES, Eucherio Lerner. Brazil: The Capital and Derivatives Markets. Brazilian SEC, Capital an Derivatives Markets. Haziran, 1996. http://www.emgmks.com/research/brazilian_sec/securities_industry.htm. (30.01.2003).

SAK, Güven. Vadeli İşlemler Piyasası Üzerine İlk Değerlendirmeler ve Üzerinde Durulması Gereken Hususlar. 31 Ocak 2002.

SHAPIRO, C. Alan. Foundations of Multinational Financial Management. 3rd Edition. P New Jersey: Prentice-Hall Inc. 1998.

SIEMS; Thomas F. 10 Myths About Financial Derivatives. Cato Policy Analysis No. 283. 11 Eylül 1997. <http://www.cato.org/pubs/pas/pa-283.html>. (31.01.2003).

The Euromoney Derivatives Handbook 1997, Londra:1997.

The IFR Handbook of World Stock and Commodity Exchanges. IFR Publications. Londra: 1997.

THORBECKE; Willem. Financial Derivatives: Harnessing the Benefits and Containing the Dangers. Macroeconomics from Economics Working Paper Archive At WUSTL. Working Paper No:145. Ağustos 1995. <http://econpapers.hhs.se/paper/wpawuwpma/9812001.htm>. (05.02.2003).

Ticaret Borsacılığında Yeni Gelişmeler. Vadeli İşlem (Futures and Options) Piyasaları. TOBB yayınları. 1994.

TSETKOS, George ve Panos Varangis. The Structure Of Derivatives Exchanges: Lessons From Developed And Emerging Markets. World Bank Working Papers. No: 1887. Şubat, 1998. <http://netec.wust1.edu/BibEc/data/Papers//wopwobadc1887.html>. (05.02.2003).

Türk Bankacılık Sistemi. Nazım Hesaplar. 1992- Aralık 2001 Dönemi. Türkiye Bankalar Birliği Yayını.

Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası. İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları. No: 1. 1999.

UNIS, Moema. Vadeli İşlem Piyasasının Açılması İçin Doğru Zaman. İMKB Dergisi. Cilt:2. No:5. Ocak-Mart 1998. ISSN 1301-1650. İMKB.1998.

Vadeli (Forward) Döviz Piyasaları
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/vadelidovizpiy.htm. (22.06.2002).

Vadeli İşlemler ve Piyasalar konulu Reuters Haberleri.

"Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" .TC Resmi Gazete, 23.7.1995/22352 s. 61

WAGLEY, John. Will Electricity, Weather Derivatives Finally Heat Up? Investments Dealers' Digest. 17 Haziran 2000. http://www.findarticles.com/cf_dls/m3628/2000_July_17/63513756/pl/article.jhtml?term=derivatives. (29.01.2003).

VROLIJK, Coenraad. Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission. Monetary and Exchange Affairs Department . IMF Working Paper. WP/97/121. Eylül, 1997. <http://www.imf.org>. (29.01.2003).

YELDAN, Erinç. Türkiye Ekonomisi Yakın Tarihi Ders Notları. Ankara: Bilkent Üniversitesi. 2001.

YEŞİLOĞLU, Talat. Vadeli Piyasa Döviz Talebini Frenledi. Ekonomist Dergisi 3 Aralık 1995. s. 26-27.

Türev Araçların 1970'ler Sonrası Tarihsel Gelişimi

Döviz Kuru Riskine karşı;

1972 – Döviz Futures Piyasaları

1981 – Döviz Swapları

1982 - Döviz Opsiyonları

Faiz Oranı riskine karşı;

1973 - Faiz Futures Sözleşmeleri

1982 – Faiz Swapları ve Faiz Opsiyonları

1983 – FRA (Forward Rate Agreement)'lar

Mal fiyatları değişkenliğine karşı;

1978 – Petrol Futures Sözleşmeleri

1983 – Diğer metaller üzerine yazılan futures sözleşmeleri

1986 – Mal Swapları ve Mal Opsiyonları

Kaynak : TOBB yayınları, 1994

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

ÜLKE	BORSA	İŞLEM TÜRLERİ	İLK TÜREV ÜRÜNLER
ABD	Chicago Ticaret Borsası Kansas Ticaret Borsası Mid.America Ürün Borsası NYSE The Pacific Borsası	forward futures opsiyon	1851: Mısır üzerine forward 1973: Opsiyon(hisse senedi) 1982: Opsiyon (Value Line, S&P 500. NYSE Bileşik)
Almanya	Almanya Futures ve Opsiyon Borsası (DTB)	futures (faiz, hisse senedi) opsiyon (faiz, hisse s., endeks)	26.1.1990:Opsiyon (hisse senedi)
Arjantin	Buenos Aires Futures Borsası Buenos Aires Men.Kıy.Borsası Cordoba Men.Kıymet Borsası Rosario Fut.ve Opsiyon Borsası	forward futures opsiyon	Mayıs 1992:futures
Avustralya	Sydney Futures Borsası	forward (mal, faiz, döviz) futures (mal, faiz,döv., his.s.,endeks) opsiyon (faiz, his.senedi, endeks) swap	1960: Futures (greasy wool)
			EK: 2

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

Avusturya	Avusturya Opsiyon ve Fut.Bor. (ÖTOB)	futures (devlet tahvili, endeks) opsiyon (endeks, hisse senedi)	4.10.1991:opsiyon (hisse senedi)
Belçika	Belçika Fut. Ve Ops.Borsası (BELFOX)	futures (d.tahvili, endeks, BİBOR) opsiyon (endeks, hisse sen., dev.tah. ABD doları)	6.12.1991:devlet tah.futures sözleşmesi Nisan 1993: Bel 20 endeks futures
Brezilya	Rio de Janerio Men.Kıy. Borsası Ürün ve Fut. B.(BM&F) Tezgah Üstü San Paulo Men.Kıy.Borsası Brezilya Men. Kıy.Borsası	forward (faiz, döviz, hisse senedi) futures (faiz, döviz, hisse s., lbovespa index) opsiyon (faiz, döviz, ABD\$/R\$,his.s., lbovespa futures)	1845 1890 1979:his.sen. alım opsiyonu 1984:his.sen. satım opsiyonu
Danimarka	Danimarka Fut. ve Ops. Borsası (FUTOP)	futures(d.tahvili, endeks, hisse sen.) opsiyon (endeks, hisse sen., dev.tah.)	Eylül 1998:Fut.ve Ops. Söz.(2006 yılı vadeli %9 kupon faizli emlak kredi tahvilleri)
Ekvator	Tezgah Üstü	forward (döviz, faiz, hisse sen.)	1996:Döviz forward (sucre/ABD \$)

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

Finlandiya	Finlandiya Ops.Piy.(SOM) Finlandiya Ops.Borsası (SOP)	SOM-futures (endeks, hisse s.,sterlin, mark, ABD doları) opsiyon (endeks, döviz, hisse sen.) SOP-forwards (devlet tahvili) futures (fim/döviz)	SOP:1986 (Standartlaştırılmış döviz ve faiz oranı türev sözleşmeleri) SOM:Kasım 1987 alım /satım ops.
Fransa	Paris Ops.Borsası(MONEP) Fransa Uluslararası Futures Borsası(MATIF) Patates Futures Piyasası (MTPT)	MATIF-futures (devlet tah.,ECU tahvil, hazine bonosu) MONEP-opsiyon (hisse sen., endeks) MTPT-futures (patates)	MATIF:20.2.1986 (dev.tahvili futures) MONEP:10.9.1987 hisse senedi.ops.
G.Kore	Kore Borsası Avr.Ops.Borsası(EOE)	futures (endeks)	Mayıs 1996:Kospi 200 endeks fut.
Hollanda	Finansal Futures B.(FTA) Rotterdam Enerji Vadeli İş.B. (ROEFEX) Amsterdam Tarım Ürünleri Vadeli İşlem Piy.(ATA)	ATA-futures EOE-futures (dev.tah.,endeks,döviz) opsiyon(h.sen., tahvil, döviz) FTA-futures(D.tah.,endeks, ABD doları) ROEFEX-futures(ham petrol, gazyağı, akaryakıt petrolü)	ATA 1958:patates futures sözleşmesi EOE 4.4.1978: alım opsiyon işlemleri FTA 19.6.1987: tahvil endeks futures ROEFEX 31.10.1989

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

Hong Kong	Hong Kong Fut.Borsası (HKFE) Hong Kong Borsası (SEHK)	opsiyon(hisse sen., varant) varantlar vadeli varanlar	HKFE 1976:tarımsal ürünler 1980:altın 1986: ilk fut.söz. 1996: ilk türev varant SEHK 1995:ilk hisse sen. ops.
İngiltere	Uluslararası Petrol B.(IPE) Londra Mal Borsası (LCE) Londra Uluslar arası Finansal Vadeli İşlemler ve Ops. Bor. (LIFFE) Londra Metal Borsası(LME) Londra Men.Kıy. Ve Tüt. B. (OMLX)	IPE-futures(gazyağı, kurşunsuz benzin) opsiyon (gaz yağı, ham petrol) LIFFE - futures(çeşitli ülkelerin uzun vadeli devlet tahvilleri) opsiyon (hisse senedi, tahviller) OMLX - çeşitli endeksler ve hisse senet- leri üzerine futures ve opsiyon	IPE-Nisan 1981:gazyağı futures LIFFE-30.9.1982:Döviz, dev.tah., futures sözleşmeleri LIME-1987 OMLX - 12.12.1989
İrlanda	İrlanda Futures ve Ops. B. (IFOX)	futures (uzun,orta ve kısa vadeli İrlanda devlet tahvili ve DIBOR)	29.5.1989:Uzun dönem 20 yıllık devlet tahvili, 3 aylık DIBOR, İrlanda pound/ABD doları futures söz.
İspanya	İspanyol Fin.Vadeli İşlemler Piy.(MEFF) Tezgaüstü	futures(faiz) opsiyon(faiz) swap	1990

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

İsrail	Telaviv Borsası	futures (endeks, döviz) opsiyon (endeks, döviz)	Ağustos 1993:TA 25 endeks ops. Ekim 1995: endeks futures Ekim 1994: NIS/\$ opsiyon
İsveç	İsveç Futures ve Ops. Borsası (OM STOCK-HOLM AB)	forward (hisse senedi) futures(hisse s., tahvil, hazine bonosu) opsiyon (hisse senedi, tahvil)	12.6.1985:6 adet koteli İsveç hisse sen.üzerine standart alım opsiyonu
İsviçre	İsviçre Opsiyon ve Finansal Vadeli İşlemler Borsası (SOFFEX)	forward futures(endeks) opsiyon(hisse sen,endeks) swap	1988 SMI futures
İtalya	İtalyan Finansal Vadeli İşlem. Piy. (MIF) İtalyan Men Kıy. B.'da Hisse Senedi Türev Ürünler Piy.(BIF)	MIF-futures(5 ve 10 yıllık dev.tahvili) opsiyon(10 yıllık devlet tahvili) BIF-futures(10000 ITL* Endeks puanı nominal değeri)	MIF 11.9.1992:250 milyon İtalyan lireti nominal değere sahip,8-10 yıl vadeli %12 kupon faizli İtalyan dev. tahvilleri futures söz. BIF-27.11.1994:MIB 30 endeksi üzerine futures söz.
Japonya	Tokyo Borsası Tokyo Uluslar arası Finansal Vadeli İşlemler Borsası	futures opsiyon varant	1988: futires(döviz) 1989:Opsiyon(döviz)

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELEDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

Kanada	Toronto Futures Borsası Vancouver Men.Kıy. Borsası	futures opsiyon	1984:futures, opsiyon(endeks)
Kolombiya	Banco Andino Columbia	forward (döviz, C.peso/ABD\$) opsiyon (döviz,faiz)	1995: Döviz opsiyonu
Malezya	Kuala Lumpur Mal Borsası Kuala Lumpur Opsiyon ve Finansal Ürünler Borsası	futures opsiyon	KLOPFE Aralık 1995:ops. ve fut.
Meksika	Meksika Menkul Kıymetler B. (MEXDER)	türev piyasası (mexder)	1977: Petrobono Meksika Hükümeti
Peru	Lima Borsası	forward piyasası (döviz)	1991
Polonya	Varşova Ticaret Borsası Varşova Borsası	forward futures (endeks, WIG20) opsiyon (döviz,faiz, hisse sen., endeks)	1994:futures endeks

DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN BORSALARI, ÜLKELERDE GERÇEKLEŞTİRİLEN İŞLEM TÜRLERİ VE İLK TÜREV ÜRÜNLER

Portekiz	Oporto	futures (endeks,faiz)	1995: 10 yıl vadeli ve sabit getirili devlet tahvili futures söz. 1996: Blue Chip hisse sen. endeksi üzerine futures söz.
Singapur	Singapur Uluslar arası Para B. Singapur Mal Borsası Tezgah Üstü	futures (mal, endeks, faiz,döviz) opsiyon (futures sözleşmesine dayalı) swap şirket varantları üçüncü-parti varantları	1984 1992:futures (tütün)
Tayvan	Tayvan Borsası	opsiyon swap varant	Mart 1977
KAYNAKLAR: The Euromoney Derivatives Handbook 1997, London 1997; The IFR Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, IFR Pub, London 1997.			

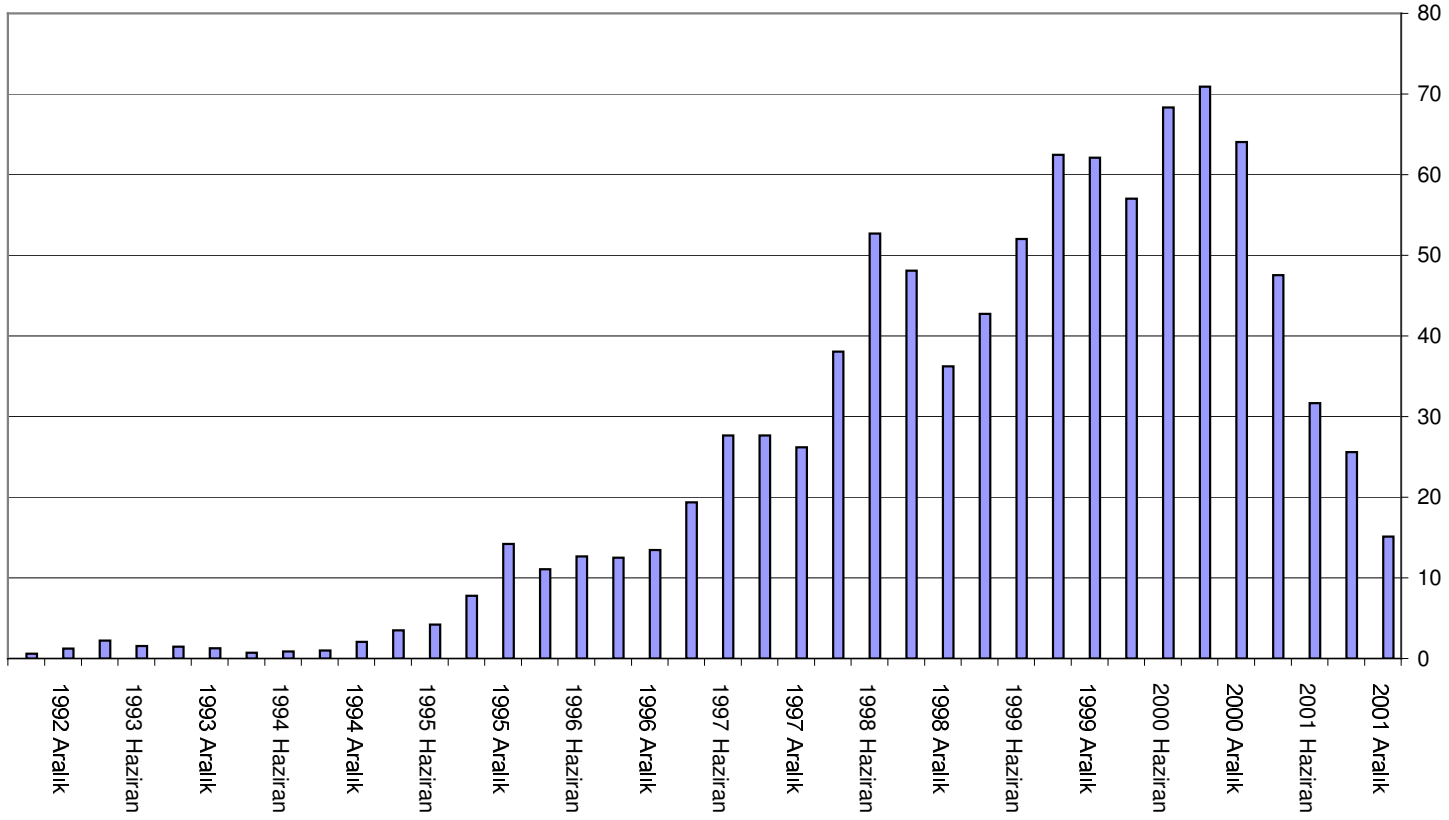
1991-2001 DÖNEMİNDE TÜRK BANKACILIK SİSTEMİ TÜREV İŞLEM HACİMLERİ
(Milyar ABD Doları*)

Yıllar		Forward	Swap	Opsiyonlar	Futures (faiz)
2001	Aralık	15.09	4.45	0.02	2.46
	Eylül	25.60	5.86	1.26	0.11
	Haziran	31.66	10.94	1.45	0.53
	Mart	47.55	9.25	1.52	0.55
2000	Aralık	64.05	17.88	3.23	0.30
	Eylül	70.90	14.57	2.28	0.38
	Haziran	68.34	11.11	1.37	0.51
	Mart	57.01	10.32	2.18	0.49
1999	Aralık	62.13	9.41	2.21	0.41
	Eylül	62.45	10.10	1.29	0.09
	Haziran	52.03	8.27	1.45	0.25
	Mart	42.72	7.25	1.62	0.51
1998	Aralık	36.20	7.08	1.54	1.13
	Eylül	48.11	8.49	1.45	0.18
	Haziran	52.68	6.85	1.01	0.12
	Mart	38.04	5.56	0.38	0.12
1997	Aralık	26.19	5.13	0.27	1.02
	Eylül	27.65	6.52	1.42	0.00
	Haziran	27.66	4.11	1.17	0.00
	Mart	19.35	5.74	0.31	0.00
1996	Aralık	13.42	4.97	0.31	0.82
	Eylül	12.50	3.90	0.21	0.00
	Haziran	12.65	4.08	0.03	0.00
	Mart	11.06	3.28	0.00	0.01
1995	Aralık	14.21	3.39	0.00	0.00
	Eylül	7.80	1.72	0.00	0.00
	Haziran	4.21	0.82	0.00	0.00
	Mart	3.48	0.77	0.00	0.01
1994	Aralık	2.03	0.86	0.00	0.02
	Eylül	0.98	0.94	0.00	0.02
	Haziran	0.85	0.91	0.00	0.02
	Mart	0.67	0.77	0.00	0.02
1993	Aralık	1.25	2.43	0.00	0.02
	Eylül	1.45	0.89	0.00	0.00
	Haziran	1.53	1.00	0.00	0.00
	Mart	2.19	0.90	0.00	0.00
1992	Aralık	1.20	0.82	0.00	0.00
1991	Aralık	0.57	0.49	0.00	0.10

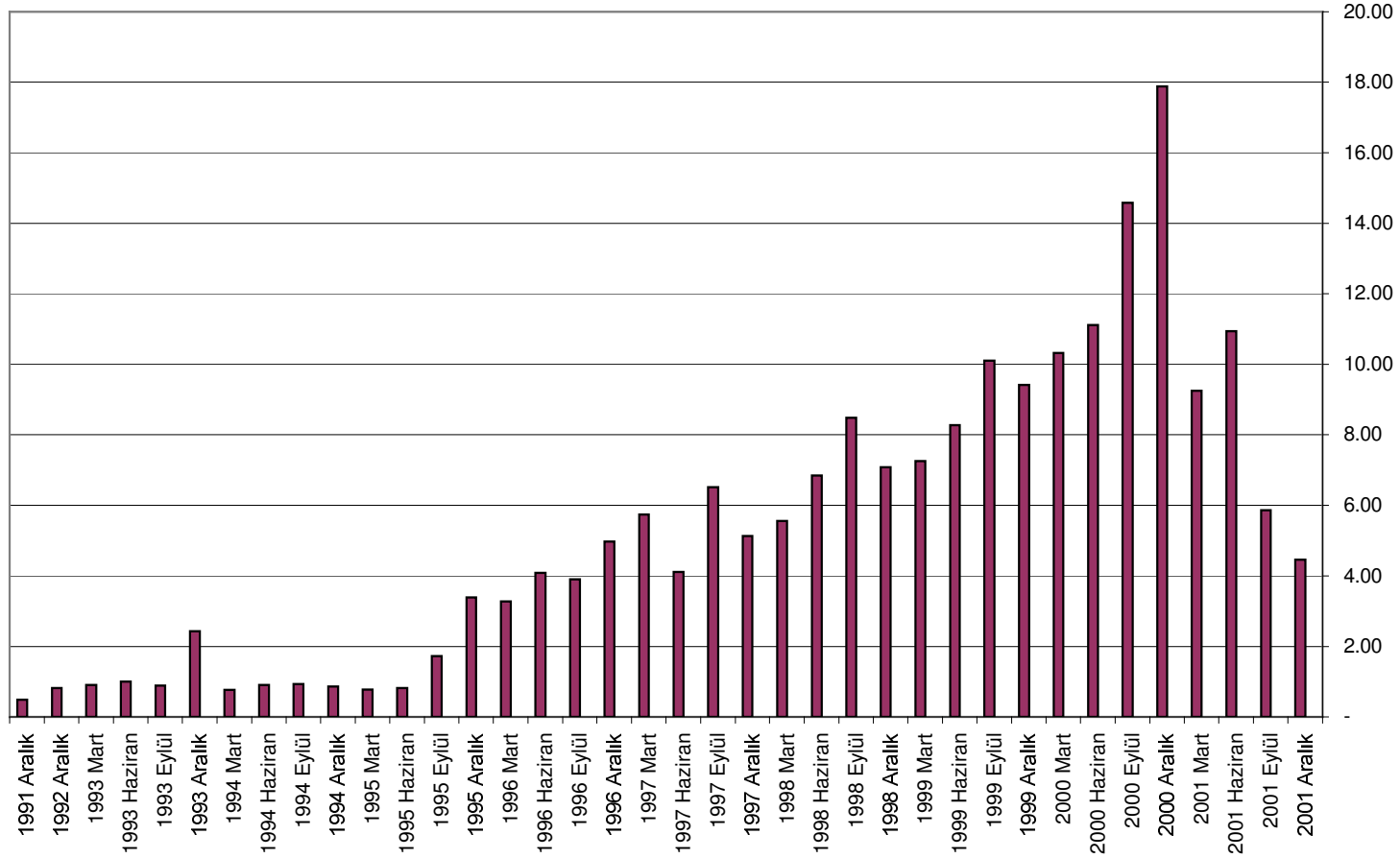
Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (Türk Bankacılık Sistemi - Nazım Hesaplar 1991-2001)

* : Hesaplamalarda ay sonları itibarıyla Bankamız döviz alış kurları kullanılmıştır.

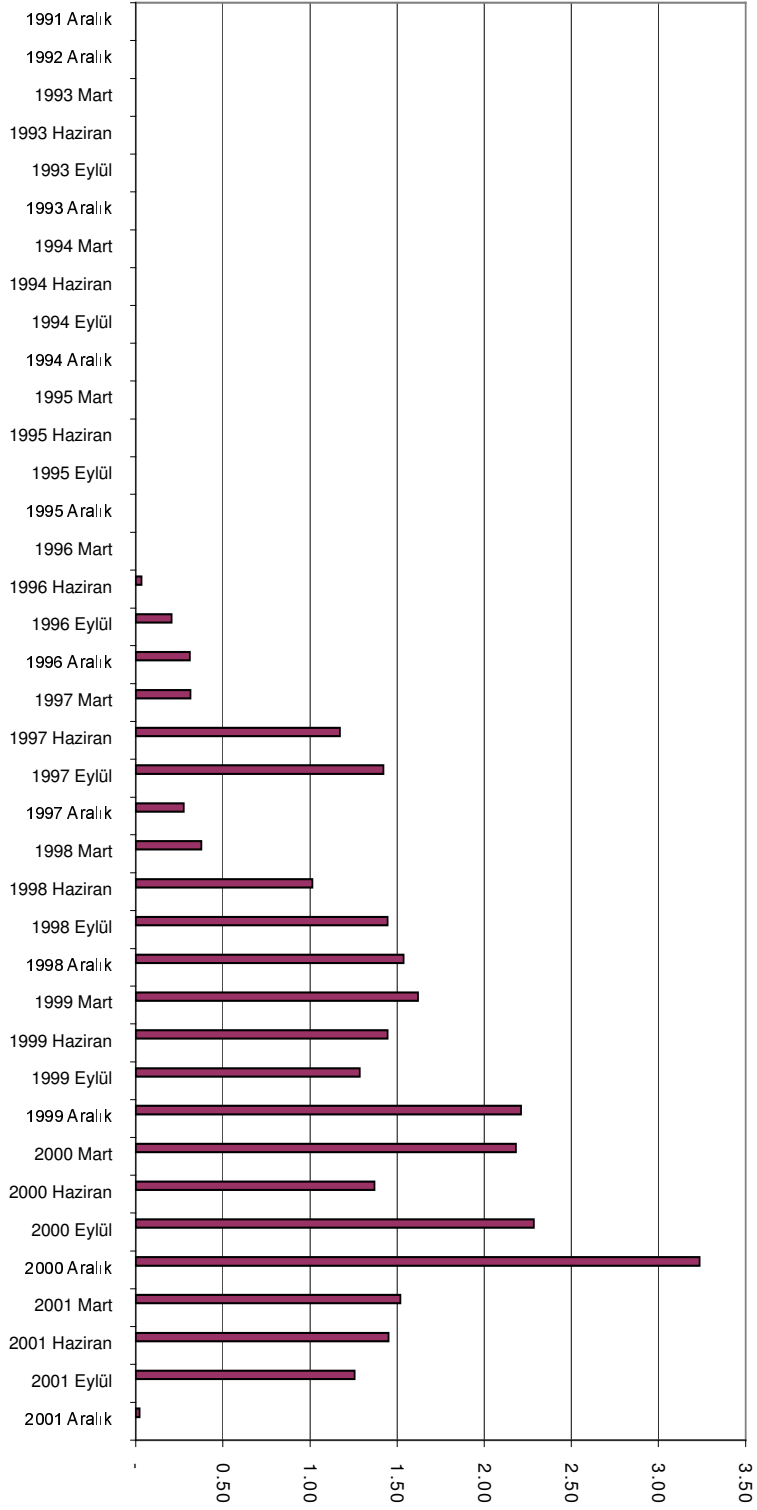
1991 - 2001 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE BANKALARIN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ TÜREV İŞLEM HACİMLERİ
FORWARDLAR (Milyar ABD Doları)



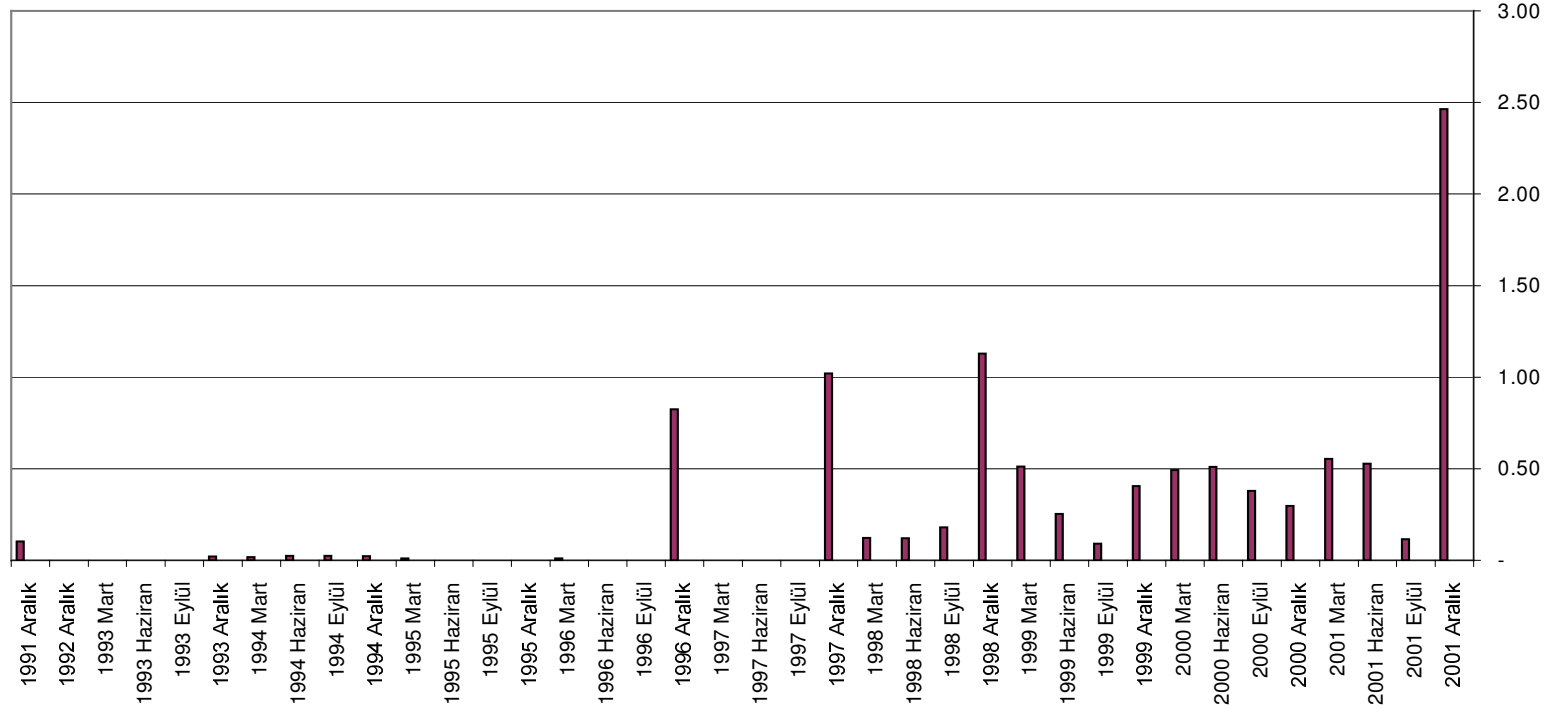
**1991 - 2001 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE BANKALARIN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ TÜREV İŞLEM HACİMLERİ
SWAPLAR (Milyar ABD Doları)**



1991 - 2001 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE BANKALARIN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ TÜREV İŞLEM HACİMLERİ
OPSİYONLAR (Milyar ABD Doları)



1991-2001 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE BANKALARIN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ TÜREV İŞLEM HACİMLERİ
FUTURES FAİZ (Milyar ABD Doları)



Filename: tez.combined.son. doc
Directory: C:\Documents and Settings\apietpe\Desktop
Template: C:\Documents and Settings\apietpe\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
Title: ARAŞTIRMA ÖNERİSİ
Subject:
Author: tcm
Keywords:
Comments:
Creation Date: 15.05.2003 17:06
Change Number: 2
Last Saved On: 15.05.2003 17:06
Last Saved By: APIETPE
Total Editing Time: 1 Minute
Last Printed On: 15.05.2003 17:07
As of Last Complete Printing
Number of Pages: 156
Number of Words: 39.476 (approx.)
Number of Characters: 225.016 (approx.)