

TEZGAHÜSTÜ TÜREV PİYASA İŞLEMLERİ

Doç. Dr. Ersan Ersoy

Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
ersoy1@yahoo.com

Doç. Dr. Ulaş Ünlü

Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
ulasunlu@gmail.com

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, 2000-2011 döneminde Türkiye’de ve dünyada tezgahüstü türev piyasaların gelişimini incelemektir. Çalışmada tezgahüstü türev piyasalara yönelik eleştiriler de ele alınmıştır. 1970’li yıllardan sonra varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların ve piyasalardaki belirsizliklerin artması sonucunda ortaya çıkan riskten korunma ihtiyacı ve spekülasyon kar sağlama isteği, türev piyasalarda olağanüstü bir büyümeye neden olmuştur. Global piyasalarla karşılaştırıldığında, Türkiye’de tezgahüstü türev piyasalarda gerçekleşen işlem hacmi yıllar itibariyle sürekli artış göstermesine rağmen düşük düzeylerde kalmıştır. 2011 yılı itibariyle gerçekleştirilen işlemlerin % 12,5’i riskten korunma amaçlı, % 87,5’i ise alım satım amaçlı işlemlerdir. Alım satım amaçlı işlemlerin % 60’ı swap işlemleri, %23’ü opsiyon işlemleri, %15’i ise forward işlemleridir. Global tezgahüstü piyasalara paralel olarak, Türkiye’de de swap sözleşmeleri tezgahüstü piyasaların işlem hacminde yüksek bir paya sahiptir. Genel olarak, swap sözleşmeleri bankaların kendi pozisyonlarını hedge etmek amacıyla kullanılmakta, diğer sözleşmeler ise müşteri taleplerine yönelik olarak yapılmaktadır. Son yıllarda bazı büyük firmaların ve finansal kurumların çok büyük zararlarla karşı karşıya kalması veya iflas etmesi ve yaşanan son küresel kriz, tezgahüstü piyasa işlemleri ilgili yasal düzenlemeler yapılması, bu piyasalardaki risklerin takip edilmesi, denetlenmesi ve riskleri azaltacak önlemler alınması gerektiğini ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler: Türev Ürünler, Türev Piyasalar, Vadeli İşlem Piyasaları, Tezgahüstü Türev Piyasalar.

OVER-THE-COUNTER DERIVATIVES MARKET TRANSACTIONS

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the development of OTC derivatives markets in 2000-2011 periods in Turkey and the world. The criticisms on OTC derivatives markets are also examined in this study. The need of hedging and motivations of speculative profits which were arisen from the increase of assets price fluctuations and uncertainty in markets soon after 1970s caused extraordinary

growing of derivatives markets. As compared with global markets, the trading volume of OTC derivatives markets in Turkey is at low level although it has continuously increased by years. 12.5 percent of transactions conducted by year of 2011 are with the aim of hedging, while 87.5 percent are with the aim of trading. Transactions with the aim of trading consist of swaps, options and forwards, respectively %60, %23 and %15. As parallel with global over-the-counter markets, swap contracts have dominant share in transactions volume of over-the-counter market in Turkey. All in all, swap contracts of banks are conducted with the aim hedging their own position, while other contracts are conducted for customers' demand. It is essential to make legal arrangement, monitor and audit the risks in these markets and take precautions for the risk improvement on OTC derivatives markets due to some of big companies and financial corporations facing with enormous loss or bankruptcy in recent years and last global crises.

Key Words: Derivatives, Derivatives Market, Over-the-Counter Derivatives Market.

1. GİRİŞ

Vade açısından bir sınıflandırma yapıldığında finansal piyasalar, spot piyasalar ve vadeli piyasalar olmak üzere iki gruba ayrılır. Ödeme ve teslimatın aynı anda gerçekleştiği piyasalara spot piyasalar, ödeme ve teslimatın gelecekte önceden belirlenmiş bir tarihte ve önceden belirlenmiş bir fiyattan gerçekleştiği piyasalara da vadeli piyasalar denir. Emtia fiyatlarının gelecekteki belirsizliği, riskten korunma ihtiyacını ortaya çıkarmış ve bunun sonucunda türev ürünler ve bu ürünlerin işlem gördüğü türev piyasalar ortaya çıkmıştır. Türev ürün, belirli bir miktar ve kalitedeki varlığın, önceden belirlenmiş bir tarihte ve önceden belirlenmiş bir fiyattan alım-satımını düzenleyen sözleşmelerdir. Forward sözleşmeler, vadeli işlem sözleşmeleri (futures), opsiyon sözleşmeleri ve swap sözleşmeleri olmak üzere dört temel türev ürün vardır.

Nitelikleri sözleşmenin tarafları arasında karşılıklı olarak belirlenen, belirli bir miktar ve kalitedeki varlığın, tarafların önceden belirledikleri bir tarihte ve önceden belirledikleri bir fiyattan alım-satımını düzenleyen sözleşmelere forward sözleşmeler denir. Sözleşmelerin içeriği tamamen tarafların karşılıklı isteklerine bağlı olarak düzenlendiği ve dolayısıyla her bir sözleşme kendine has özelliklere sahip olduğu için forward sözleşmeler standart nitelikte sözleşmeler değildir. Vadeli işlem sözleşmeleri, standart miktar ve kalitedeki bir varlığın, önceden belirlenmiş bir tarihte ve önceden belirlenmiş bir fiyattan alım-satımını düzenleyen sözleşmelerdir. Sözleşmenin unsurları standart niteliktedir. Opsiyon sözleşmeleri, belirli bir opsiyon primi ödeyerek opsiyonu satın alan tarafa, belirli bir miktar ve kalitedeki bir varlığı, önceden belirlenmiş bir fiyattan, önceden belirlenmiş bir tarihte (Avrupa tipi opsiyonlar) veya bu tarihten önce (Amerikan tipi opsiyonlar) satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Opsiyon

sözleşmeleri, satın alan tarafa bir hak verirken, satan tarafa bir yükümlülük getirmektedir. Ancak opsiyonu satın alan taraf opsiyon hakkını kullanmazsa, karşı taraf herhangi bir yükümlülük altına girmemektedir. Kelime anlamı değiş-tokuş, takas olan swap sözleşmeleri ise, belirli bir finansal varlıktan veya yükümlülüğten kaynaklı olarak gelecekte ortaya çıkacak nakit akımlarının (faiz, anapara veya faiz ve anapara) taraflar arasında karşılıklı değişimini düzenleyen sözleşmelerdir. Forward ve swap sözleşmeleri organize olmayan yani tezgahüstü türev piyasalarda, vadeli işlem sözleşmeleri organize türev piyasalarda, opsiyon sözleşmeleri ise organize veya tezgahüstü türev piyasalarda işlem görürler. Türev ürünlerin, riskten korunma, arbitraj ve spekülasyon olmak üzere üç temel kullanım amacı vardır.

Bu sözleşmelere türev ürün denilmesinin nedeni, spot piyasada işlem gören hisse senedi, emtia gibi varlıklar üzerine düzenlenmesi ve sözleşme değerinin sözleşmeye konu dayanak varlığın fiyatından türetilmesinden kaynaklanmaktadır (Whaley, 2006: 3). Son 40 yıl içinde döviz, faiz, hisse senedi, hisse senedi endeksi, hava durumu ve makroekonomik göstergelere dayalı birçok yeni türev ürün türü ortaya çıkmıştır. Tahıl, canlı hayvan, çeşitli yağlar, orman ve tekstil ürünleri, gıda maddeleri, altın, gümüş, kurşun, ham petrol, doğal gaz, döviz, faiz, hisse senedi, tahvil ve deniz ürünleri gibi çok sayıda varlık türev sözleşmelere konu olmaktadır (Kolb and Overdahl, 2006: 19-21).

Emtia fiyatları, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlerin gelecekteki değerini kesin olarak belirlemek mümkün değildir. Bu nedenle yatırımcılar emtia ve finansal varlıkların gelecekteki değerine dayalı olarak verecekleri yatırım kararlarını belirsizlik koşulları altında vermek zorundadırlar. Türev ürünler, yatırımcıların belirsizlik koşullarından kaynaklanan risklerden korunma çabalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Türev piyasalarda oluşan fiyatlar, piyasa katılımcılarının geleceğe yönelik beklentilerini öğrenebilme olanağı verir. Piyasa katılımcılarının beklentileri farklılık gösterse de beklentilerin genel düzeyi (ortalaması) spot piyasada işlem yapanlara bir referans olur. Böylece riskin kaynağı olan belirsizlik ortamı, kısmen de olsa belirginleşmiş bir ortama dönüşür. Geleceğe yönelik belirsizlikler azaldıkça spot piyasalar istikrar kazanır (Sayılğan, 1998: 292).

Bir varlığın türev piyasa işlemlerine konu olabilmesi için temel koşul, fiyatının risk transferi gerektirecek ölçüde değişken olmasıdır. Tarım ürünleri bu nitelikte olduğundan ilk türev piyasalar bu alanda ortaya çıkmıştır. Döviz piyasalarında ise sabit kura dayalı Bretton Woods sisteminin uygulanmaya devam ettiği 1971 yılına kadar böyle bir piyasaya gerek yoktu. 1972'de Bretton Woodssisteminin çöküşü ve sonrasında dalgalı

kur sistemine geçilmesi sonucunda, dövizle ilgili vadeli işlem sözleşmeleri ortaya çıkmıştır (Seyidoğlu, 2003: 182). 1973 yılında OPEC'in (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) neden olduğu petrol krizinin (petrol fiyatlarının aşırı yükseltilmesi sonucunda maliyetler yükselmiş, dolayısıyla mal ve hizmet fiyatlarında artışlar yaşanmıştır) yol açtığı enflasyonu dizginleyebilmek amacıyla para politikalarına daha fazla önem verilmeye başlanmış ve bu politika faiz oranlarında dalgalanmalara sebep olmuştur. Petrol krizini takip eden dönemde ise faiz ve ülkelerarası sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, finansal piyasalardaki dalgalanmaların yüksek düzeylere çıkmasına yol açmıştır. Döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korunma ve faydalanma isteği, türev ürünlere olan talebin olağanüstü boyutlara ulaşmasını sağlamış ve türev piyasaların işlem hacmi sürekli artan bir trend izlemiştir (Ergincan, 1996: 1).

Ayrıca döviz ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar hisse senedi ve tahvil gibi diğer varlık fiyatlarında da dalgalanmalara neden olmuştur (Aydın vd., 2007: 522). Sonuç olarak 1972 yılından sonra varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların ve finansal piyasalardaki belirsizliklerin artması, risklerden korunma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu ihtiyacı karşılamak ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan faydalanarak kar sağlamak için türev ürünlerin kullanılmaya başlanmasıyla birlikte, türev piyasalarda çok hızlı bir büyüme yaşanmıştır. Ayrıca uluslararası ticaretin serbestleşmesi, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişme, para ve sermaye piyasalarındaki bütünleşme de türev piyasaların gelişiminde önemli rol oynamıştır.

Türev piyasalar belirli bir ekonomik gelişme düzeyine ulaşmış tüm ülkelerin finansal derinlik kazanma sürecinin kaçınılmaz bir parçası olarak ortaya çıkmıştır. Türev piyasalarda işlem gören sözleşmeler, giderek artan ölçüde sofistike bir finans piyasası ile karşı karşıya kalan yatırımcıların, firmaların ve aracı kurumların ihtiyaçlarına cevap vermektedir. Bunun doğal bir sonucu olarak da türev piyasalarda alım satımı yapılan varlıkların, ülkelerin para politikası, finansal sistemin gelişimi, tasarruf sahiplerinin güveni ve firmaların finansmanı üzerinde olumlu yönde ve önemli bir etkisi vardır (Dönmez ve Yılmaz, 1999: 50).

Bu çalışmanın amacı, 2000-2011 döneminde Türkiye'de ve dünyada tezgahüstü türev piyasaların gelişimini incelemektir. Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takip eden ikinci bölümde tezgahüstü türev piyasaların temel özellikleri organize piyasalarla karşılaştırılmalı olarak anlatılmıştır. Üçüncü ve dördüncü bölümde dünyada ve Türkiye'de tezgahüstü türev piyasaların gelişimi incelenmiştir. Beşinci bölümde tezgahüstü piyasalara yönelik eleştiriler ele alınmış, altıncı bölümde ise çalışmadan elde edilen sonuçlar verilmiştir.

2. TEZGAHÜSTÜ TÜREV PİYASALAR

Tezgahestü türev ürünler borsalarda alınıp satılmayan, finansal kurumlar ile müşterileri arasında gerçekleştirilen, tutar, vade ve diğer teknik koşulları ihtiyaçlara göre biçimlendirilen, mal ve döviz fiyatlarına, faize ve borsa endeksine dayalı finansal ürünlerdir (Ersan, 1998: 165). Tezgahestü türev piyasalarda yapılan işlemler telefon veya bilgisayar ağı aracılığıyla gerçekleştirilir. İşlemler organize borsalardaki gibi merkezi bir pazar yerinde yapılmaz. İşlemler genellikle iki finansal kurum veya bir finansal kurum ile müşterisi arasında yapılır. Finansal kurumlar satma ve satın alma fiyat teklifleri vererek genellikle bir piyasa yapıcısı gibi hareket ederler (Hull, 2002: 2).

Borsalarda gerçekleştirilen işlemler ve borsaların organizasyonu hukuki bir yapıya sahiptir. Borsalar birçok ülkede, faaliyet gösterdiği ülkenin sermaye piyasası otoritesinin ve/veya borsanın kendi çıkardığı hukuki metinler ile düzenlenmektedir. Fakat tezgahestü piyasaların kendisi ile ilgili bir düzenleme genellikle yoktur. Bankalar, sigorta şirketleri gibi bu piyasada işlem yapan kuruluşların kendileri farklı düzenlemelere tabidir ve yaptıkları işlemler tabi oldukları yasalara, kurallara uygun olmalıdır. Örneğin bankalar, bankalar kanununa tabidir ve tezgahestü piyasalarda bu kanuna ve ilgili diğer kanunlara uygun olmayan işlemler yapamazlar (Kaygısız, 2008: 4).

Borsalar, risk yönetimi ve riskin transferi konusunda taraflara, şeffaf ve kuralları olan bir piyasada, rekabet koşulları altında işlem yapabilmeye olanağı sağlamaktadır (Uyar, 2004: 1). Tezgahestü piyasalarda yapılan işlemler ise borsaların tersine merkezi bir yerde yapılmaz. İşlemler ve bu işlemlere ilişkin koşullar taraflar arasında serbestçe belirlenir. Dolayısıyla tezgahestü piyasalar, borsalar için yukarıda belirtilen olanaklara sahip değildir.

Borsalarda işlem gören sözleşmeler standart niteliktedir. Sözleşme büyüklüğü, dayanak varlığın kalitesi, sözleşmenin vadesi ve son işlem günü, teslim tarihi, teslim koşulları, minimum fiyat değişimi, maksimum günlük fiyat değişimi, işlem günleri ve saatleri standarttır (Kolb and Overdahl, 2006: 8). Sadece fiyat pazarlığı tabidir (Karan, 2004: 571). Sözleşmelerin detayları borsa tarafından önceden belirlenmektedir. Tezgahestü piyasalarda işlem gören sözleşmeler ise standart değildir. Her sözleşmenin özellikleri karşılıklı müzakere ile taraflar arasında serbestçe belirlenmekte, dolayısıyla "kullanıcıya özel sözleşme" niteliği taşımaktadır. Ancak tezgahestü piyasalarda işlem gören sözleşmelerin de uygulamada standartlaşmaya başladığı görülmektedir. Örneğin faiz oranı swapları, özellikle ISDA tipi

standart uluslararası çerçeve sözleşmelerin yaygın olarak kullanımıyla standartlaşmaya başlamıştır (Kaygısız, 2008: 3).

Borsaların tersine, tezgahüstü piyasalarda takas işlemlerini düzenleyen ve kredi riskini ortadan kaldıran merkezi bir takas kuruluşu yoktur. Dolayısıyla bu piyasada işlem yapanlar için karşı tarafın sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmeme riski söz konusudur (Kaygısız, 2008: 4). Takas odasının olmaması durumunda sözleşmelerin tarafları doğrudan birbirleriyle işlem yapacaklar ve doğrudan birbirlerine karşı yükümlü olacaklardır. Takas odası borsada işlem yapanların yükümlülüklerini yerine getireceğini garanti eder. Takas odası bu fonksiyonunu her satıcı karşısında alıcı, her alıcı karşısında da satıcı pozisyonuna girerek yerine getirir. Bu durum, borsalarda işlem yapan tarafların birbirlerine değil, sadece takas odasına karşı yükümlülüklerinin olduğunu ve takas odasının sözleşmenin taraflarını koruyacağını ifade etmektedir. Böylece tarafların işlem yapmak için birbirlerine güvenmelerine gerek kalmadığı gibi birbirlerinin kimliklerini de bilmelerine gerek yoktur (Kolb and Overdahl, 2006: 9-11). Alıcı ve satıcılar birbirleriyle değil, takas odasıyla anlaşma yaptıkları için kredi riski nedeniyle doğacak kayıp takas odasının üzerinde kalmaktadır. Takas odasının kredi riskini üstlenmesi piyasaya güven ve akışkanlık kazandırmaktadır (Chambers, 2009: 13).

Takas odası, kendisini kredi riskinden korumak için taraflardan başlangıç teminatı (genelde sözleşme değerinin % 5 ile % 10'u arasındadır) almaktadır. Başlangıç teminatı bir anlamda tarafların yükümlülüklerini yerine getireceklerine dair yaptıkları bir iyi niyet ödemesidir. Ancak sözleşmeden doğabilecek kayıp gün içi fiyat hareketleri nedeniyle bu oranın üzerine çıkabileceği için, takas odası kendisini bu riskten korumak amacıyla günlük hesaplaşma (marking to market) olarak bilinen bir sistem geliştirmiştir (Kolb and Overdahl, 2003: 27).

Sonuç olarak takas odası, taraflardan aldığı teminatlar ve günlük hesaplaşma sistemi aracılığıyla, üstlendiği riski büyük ölçüde ortadan kaldırmakta ve piyasanın işleyişi için gereken güven ortamını sağlamak ve devam ettirmek için teminatları bir araç olarak kullanmaktadır (Sayılğan, 2002: 42).

Tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler, işlem teminatları, takas kurumu ve garanti fonu kaynakları gibi mekanizmalarla güvence altında değildir (Dikmen, 2008: 7). Bu yapısı itibarıyla tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler, mevcut ticari hukuk mekanizması içinde yapılabilmektedir. Bu mekanizmanın sağlıklı olarak işlemesi de tarafların karşılıklı güvenine ve hazırlanan sözleşmenin mevcut ticari yasalarla uyumuna bağlıdır. (Aydın vd., 2007: 528).

Tezgahestü piyasalarda kaldıraç etkisine, kredi miktarına, bireysel veya toplu riske bir limit getirilmemiş olup, risk yönetimi merkezi olarak yapılmamaktadır. Piyasa katılımcıları pozisyonlarını raporlamadığından işlemlerin hangi aracı kuruluşlarda toplandığı ya da kimin ne kadar riske sahip olduğu bilinmemekte, dolayısıyla şeffaflık sınırlı düzeyde kalmaktadır (Uyar, 2004: 1-3).

3. DÜNYADA TEZGAHESTÜ TÜREV PİYASA İŞLEMLERİ

Özelliğı gereğı şeffaflıktan uzak olan tezgahestü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlere ilişkin en güvenilir veriler BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası) tarafından yayınlanmaktadır. 2000-2011 yılları arasında dünya genelinde tezgahestü piyasalarda yapılan işlemlerin gelişimi işlem hacmi bazında Tablo 1’de verilmiştir.

Tezgahestü türev piyasaların global olarak gelişimine bakıldığında; Aralık 2000’de 95 trilyon dolarlık büyüklüğe sahipken, Aralık 2011’de 648 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaştığı görülmektedir. 2000 yılında % 68 olan faiz oranı sözleşmelerinin toplam işlem hacmindeki payı 2011 yılında % 78’e yükselirken, faiz oranı swaplarının toplam işlem hacmi içerisindeki payı da aynı yıllarda % 51’den % 62’ye yükselmiştir. Faiz oranına dayalı sözleşmelerin işlem hacminin, tezgahestü türev piyasaların toplam işlem hacmindeki payının yükselmesi ve 2011 yılı itibarıyla % 78’lik bir paya sahip olması, işlemlerin ağırlıklı olarak faiz üzerine gerçekleştirildiğini ve piyasalarda 2008 sonrasında faiz oranı riskinde artış yaşandığına işaret ettiği söylenebilir.

Küresel krizin tezgahestü türev piyasaların işlem hacminde azalışa yol açtığı, tezgahestü türev işlemlerin genelinde artış olmakla birlikte, özellikle faiz oranına dayalı sözleşmelerdeki artış ile kredi temerrüt swaplarının gelişimi dikkat çekmektedir.

Küresel krizin ortaya çıktığı 2008 yılı hariç diğer yıllarda faiz oranı sözleşmeleri ile döviz kuru sözleşmelerinin işlem hacmi sürekli artmıştır. Benzer bir durum faiz oranı swapları için de geçerlidir. Faiz oranı swaplarının işlem hacmi 2009 yılı hariç sürekli artmıştır. Hisse senedine dayalı sözleşmeler, emtia sözleşmeleri ve kredi temerrüt swaplarının işlem hacmi 2008 yılına kadar sürekli yükselmiş fakat 2008 yılından sonra işlem hacminde genel olarak düşüş yaşanmıştır.

Tezgahestü türev piyasalardaki işlem hacminin dağılımı dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında, döviz kuru, hisse senedi ve emtia fiyat değişim riskine kıyasla faiz oranı riskine karşı daha fazla bir risk algılamasının olduğu söylenebilir. Ayrıca faiz oranı riskinden korunmak için de ağırlıklı olarak faiz oranı swapları (% 62) tercih edilmektedir.

Tablo 1: Global Tezgahüstü Türev Piyasalarda İşlem Hacmi (Milyar USD)

	2000*	2001*	2002*	2003*	2004*	2005*
Döviz Kuru Sözleşmeleri	15,666	16,748	18,460	24,475	29,580	31,364
Forwardlar ve Forex Swapları	10,134	10,336	10,719	12,387	15,242	15,873
Döviz Swapları	3,194	3,942	4,503	6,371	8,223	8,504
Opsiyonlar	2,338	2,470	3,238	5,717	6,115	6,987
Faiz Oranı Sözleşmeleri	64,668	77,513	101,658	141,991	190,502	211,970
Forwardlar (FRAs)	6,423	7,737	8,792	10,769	12,788	14,269
Faiz Oranı Swapları	48,768	58,897	79,120	111,209	150,631	169,106
Opsiyonlar	9,476	10,879	13,746	20,012	27,082	28,596
Hisse Senedine. Day. Söz.	1,891	1,881	2,309	3,787	4,385	5,793
Forward ve Swaplar	335	320	364	301	756	1,177
Opsiyonlar	1,555	1,561	1,944	3,186	3,629	4,617
Emtia Sözleşmeleri	662	598	923	1,406	1,443	5,434
Altın	218	231	315	344	369	334
Diğer	445	367	608	1,062	1,074	5,100
-Forward ve Swaplar	248	217	402	420	558	1,909
-Opsiyonlar	196	150	206	642	516	3,191
Kredi Temerrüt Swapları	-	-	-	-	-	13,908
Diğer	12,313	14,375	18,330	25,508	25,913	29,199
GENEL TOPLAM	95,199	111,115	141,679	197,167	251,823	297,670
	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Döviz Kuru Sözleşmeleri	40,239	56,238	44,200	49,196	57,796	63,349
Forwardlar ve Forex Swapları	19,870	29,144	21,266	23,129	28,433	30,526
Döviz Swapları	10,767	14,347	13,322	16,509	19,271	22,791
Opsiyonlar	9,602	12,748	9,612	9,558	10,092	10,032
Faiz Oranı Sözleşmeleri	291,115	393,138	385,896	449,793	465,260	504,098
Forwardlar (FRAs)	18,668	26,599	35,002	51,749	51,587	50,576
Faiz Oranı Swapları	229,241	309,588	309,760	349,236	364,377	402,611
Opsiyonlar	43,206	56,951	41,134	48,808	49,295	50,911
Hisse Senedine. Day. Söz.	7,488	8,469	6,155	6,591	5,635	5,982
Forward ve Swaplar	1,767	2,233	1,553	1,830	1,828	1,738
Opsiyonlar	5,720	6,236	4,602	4,762	3,807	4,244
Emtia Sözleşmeleri	7,115	8,455	4,364	2,944	2,922	3,091
Altın	640	595	332	423	397	521
Diğer	6,475	7,861	4,032	2,521	2,525	2,570
-Forward ve Swaplar	2,813	5,085	2,471	1,675	1,781	1,745
-Opsiyonlar	3,663	2,776	1,561	846	744	824
Kredi Temerrüt Swapları	28,650	57,894	41,883	32,693	29,898	28,633
Diğer	39,682	71,146	65,487	73,456	39,536	42,609
GENEL TOPLAM	414,290	595,341	547,983	614,674	601,046	647,762

* Aralık ayı. İtibari miktarlar (Notional Amounts Outstanding)

Kaynak: BIS

Türev piyasalardaki hızlı büyümenin temel sebebi, piyasaların beklenen yönde gelişmesi durumunda yüksek kaldıraç etkisi nedeniyle karların katlanarak artmasıdır. Ancak piyasalarda beklentilerin tam tersi yönde gelişmesi halinde, kayıplar da kaldıraç etkisine maruz kalabilmektedir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 175). Dünyada türev piyasa işlem hacminde yüksek düzeyde artış yaşanmasının önemli nedenlerinden biri de finansal piyasalarda yaşanan krizlerdir. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ortaya çıkan finansal risklerden korunmak ve gelecekte ortaya çıkabilecek muhtemel riskleri iyi bir şekilde yönetebilmek için türev piyasa işlemlerine yönelmişlerdir (Çonkar ve Ata, 2002: 7).

Son yıllarda tezgahüstü piyasalardaki türev işlemler borsalara nazaran çok daha hızlı bir oranda büyümüştür. Bu büyümenin nedenleri irdelendiğinde, özellikle kriz öncesi konut piyasasının genişlemesi ve bu piyasayla ilişkili olarak sekürütizasyonların artması, risk iştahı, likidite bolluğu gibi etkenler bir yana, tezgahüstü piyasalardaki türev işlemlerin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan bazı özellikler karşımıza çıkmaktadır. Bu dinamiklerin başlıcası, türev ürünlere ilişkin yeniliklerin ilk olarak tezgahüstü piyasalarda ortaya çıkmasıdır. Bu durum tezgahüstü piyasaların borsalara göre düzenleme esnekliğinden kaynaklanan görece daha liberal bir ortamda çalışması ile açıklanabilir. Zira borsalardaki gibi sıkı düzenlemeler ve ürün standardizasyonu gereksiniminin olmadığı tezgahüstü piyasalarda kullanıcıların ihtiyaçlarına göre dizayn edilen ürünler, daha kısa sürelerde ve daha düşük maliyetle oluşturulup piyasanın kullanımına sunulmaktadır. Bunun en somut örneği 1990'ların ortasında piyasaya sunulan ve piyasa katılımcılarına kredi risklerini yönetmelerine imkan sağlayan CDS'lerdir (credit default swap)¹. CDS'ler öncülüğündeki kredi türev piyasasının işlem hacmi 1996 yılında 40 milyar dolardan 2007 yılında 57 trilyon dolara çıkarak yılda ortalama % 80'lik bir büyüme göstermiştir. CDS'ler 2007 yılı itibariyle global tezgahüstü türev piyasa işlem hacminin % 9,7'ini oluşturmaktadır (Kaygısız, 2008: 7). Ancak bu oran küresel kriz sonrasında 2011 yılında % 4,4'e gerilemiştir.

4.TÜRKİYE'DE TEZGAHÜSTÜ TÜREV PİYASA İŞLEMLERİ

Ekonominin dışa kapalı ve devletçi bir yapıya sahip olması nedeniyle 1980 yılına kadar Türkiye'de türev piyasalarla ilgili bir gelişme

¹ CDS, belirli bir kurumun ihraç ettiği, kredi ve tahvil gibi varlıkların temerrüde düşme riskini, ödenen primlerle karşı tarafa aktaran bir sözleşmedir (Yalçın vd., 2008: 183). Kredi riskine maruz kalan taraf, söz konusu riski CDS ile başka bir tarafa (sigorta şirketi, hedge fon gibi) aktarmaktadır. İhraç edilen CDS'ler tezgahüstü piyasalarda spekülasyon amaçlı olarak da alınıp satılabilirler.

olması pek mümkün olmamıştır. Bir varlığa dayalı olarak türev piyasalarda işlem yapılabilmesinin temel koşullarından biri, dayanak varlığın spot piyasadaki fiyatının serbest rekabet koşulları altında piyasa tarafından belirlenmesidir. Fiyatların devlet tarafından tek taraflı ve suni bir şekilde belirlenmesi durumunda, fiyat değişkenliğinden kaynaklı bir risk olmayacağı için, türev piyasaların ortaya çıkış nedeni olan hedging için gerekli bir ortam söz konusu olmayacaktır. 1980 öncesinde Türkiye’de faiz oranı ve tarımsal ürün fiyatlarının neredeyse tamamen devlet tarafından belirlenmesi, sabit kur sisteminin uygulanması, dövizin serbestçe alınıp satılmasının yasak olması, gerçek anlamda bir menkul kıymet borsasının ise 1986 yılına kadar mevcut olmaması nedeniyle türev piyasaların ortaya çıkmasına uygun piyasa koşulları bulunmamaktaydı (Erol, 1999: 427).

1980 sonrasında ihracata dayalı bir büyüme anlayışı benimsenmiş, faiz oranı ve döviz kuru üzerindeki kısıtlamalar kaldırılıp piyasa tarafından serbestçe belirlenmeye başlanmıştır. Türk Lirası konvertibl hale getirilmiş ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. SPK, İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Bankalararası Para Piyasası faaliyete geçmiştir. Söz konusu gelişmeler nedeniyle finansal varlık fiyatlarında dalgalanmalar yaşanmaya başlamıştır. Bu durum, ekonomik birimlerin türev ürünlere ihtiyaç duymasına yol açmış ve her ne kadar gelişim hızı yavaş da olsa türev ürünler kullanılmaya başlanmıştır.

Türkiye’de türev ürünler ile ilgili ilk yasal düzenleme olan ve 29.12.1983 tarihinde çıkarılan Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında 28 Sayılı Karar ile bankaların Merkez Bankası tarafından belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım veya satımı (forward) yapabilmeleri mümkün hale gelmiştir (Özalp, 2003: 92). Bu düzenlemedeki esaslar, 07.07.1984 tarihinde yayınlanan ve 28 Sayılı Kararı yürürlükten kaldıran 30 Sayılı Karara ilişkin 1/A Sayılı Merkez Bankası Genelgesi ile korunmuştur. Bu genelgede forward işlemlerin bankalar tarafından sadece ithalat ve ihracat işlemlerinde, en çok 3 ay vadeli olarak yapılabileceği esası getirilmiştir. 20.01.1987 tarihli 1/V Sayılı genelge ile forward döviz işlemlerinin, mal ve hizmetlerin ithalat ve ihracat işlemlerinde de kullanılabilmesi belirtilmiştir. 20.02.1987 tarihli talimatta, bankaların dövizle ilişkin işlemleri ile ilgili uygulamalara açıklık getirilmeye çalışılmış ve vadeli döviz ticareti başlığı altında forward ve swap uygulamaları ile vadeli işlem kurlarının nasıl belirleneceği örneklerle anlatılmıştır. 11.08.1989 tarihinde yayınlanan ve 30 Sayılı Kararı yürürlükten kaldıran 32 Sayılı Karar ile tüm gerçek ve tüzel kişiler forward döviz alım satımı yapma olanağına kavuşmuşlardır. 14.09.1992 tarihli I/O Sayılı Genelge ile süre kısıtlaması da kaldırılmış ve forward döviz işlemleri tamamıyla serbestleştirilmiştir. 28.11.1995 tarihinde Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasaları Genel Müdürlüğü bünyesinde vadeli (forward) döviz alım-satım piyasası faaliyet göstermeye başlamıştır.

Forward işlemlerin gelişimini etkileyen en önemli faktörlerden biri, 1988'den itibaren bankalararası para piyasası ve spot döviz piyasasının işlemeye başlamasıdır (Özalp, 2003: 91-95).

Swap işlemleri ile ilgili yasal bir düzenleme olmamasına rağmen bankalar sözleşme serbestisi çerçevesinde² swap işlemleri yapabilmektedir (Erişti, 2001: 92; Özalp, 2003: 97). TCMB tarafından 16.07.1985 tarihinde alınan bir kararla, Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında swap işlemleri belirli koşullar altında (vadenin en fazla 1 ay olması, işlemlerde TCMB alış kurunun esas alınması, döviz için uluslararası para piyasasındaki faiz oranlarının, TL için ise TCMB tarafından belirlenen faiz oranlarının kullanılması) başlamıştır (Chambers, 2009: 192). Sahip olunan bu yeni hak ile bankalar öncelikle yurtdışından borçlandıkları dövizleri TL'ye çevirmek amacıyla swap sözleşmelerine taraf olmaya başlamışlardır (Kepçe, 2007: 43). TCMB tarafından 27.09.1985 tarihinde yayınlanan 1/j sayılı genelge ile vadeli döviz alım satım işlemlerinin bankalar arasında yapılmasına olanak sağlanmıştır (Chambers, 2009: 192). Döviz swap sözleşmelerinin; üç ay vade ile sınırlı da olsa, ilk defa kullanımı bu dönemde başlamıştır (Kepçe, 2007: 43).

Günümüzde Türkiye'de gerçekleştirilen swap işlemleri genellikle bankalar arasında risk yönetimi ve spekülasyonun yanı sıra etkin bir aktif-pasif yönetimi sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Türkiye'de bankalar swap sözleşmelerini öncelikle likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, daha açık bir ifadeyle ellerinde bulunan parayı kısa vadede ihtiyaçları olan dövize çevirmek amacıyla kullanmaktadırlar. Ortada gerçek bir likidite ihtiyacı olmamakta, sadece ihtiyaç duyulan para birimi cinsinden likidite gereksinimi karşılanmaya çalışılmaktadır (Kepçe, 2007: 44).

Sadece bankacılık sistemindeki tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen türev işlemler ile ilgili verilere ulaşılabilmektedir. Bankaların taraf oldukları türev işlemlerin neredeyse tamamına yakını tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Tablo 2'de Türkiye'de faaliyette bulunan mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarının 2001-2011 döneminde Aralık ayı itibariyle kullanım amacına göre gerçekleştirdikleri türev işlemler görülmektedir. Türev işlem hacmi yıllar itibariyle sürekli artış göstermiştir. Ancak global tezgahüstü piyasaların işlem hacmi ile

² İki gerçek kişi, iki şirket, bankalar, dış ticaret şirketleri ve diğer ticari şirketler bir sözleşme ile swap işlemi yapabilirler. Tarafların yapacakları sözleşmenin konu ve kapsamını serbestçe belirleyebilmelerine sözleşme serbestisi denir. Ticari hayattaki sözleşme serbestisine ilişkin hükümler Borçlar Kanunu'nda düzenlenmiştir. Borçlar Kanunu'nun 19. Maddesine göre, bir sözleşmenin konusu kanunun gösterdiği sınırlar içinde serbestçe belirlenebilmektedir. Taraflar, Borçlar Kanunu'nda düzenlenen çeşitli sözleşme tipleriyle (Alım-satım, kira, bağışlama vs.) bağlı değildir. Kanunda yer almayan bir sözleşme tipi yaratabilirler ya da karma nitelikte bir sözleşme yapabilirler (Erişti, 2001: 92).

karşılaştırıldığında, Türk bankacılık sisteminde türev ürün kullanımının çok düşük düzeylerde kaldığı ve yeterince gelişmediği görülmektedir.

Tablo 2: Türk Bankacılık Sisteminde Kullanım Amacına Göre Türev İşlemler* (Milyon TL)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Araçlar	-	-	-	-	-	435
Alım Satım Amaçlı İşlemler	20.815	27.567	37.457	42.753	70.711	98.477
Vadeli Döviz Alım-Satım İşlemleri (Forward)	10.915	8.691	7.202	8.549	14.648	20.718
Para ve Faiz Swap İşlemleri	9.198	13.917	21.439	24.555	35.319	55.186
Para, Faiz ve Menkul Değer Opsiyonları	31	2	3.339	4.664	15.404	18.992
Futures Para İşlemleri	230	290	563	527	423	615
Futures Faiz Alım-Satım İşlemleri	0	4.426	4.450	4.284	3.846	424
Diğer	441	240	464	174	1.071	2.542
TOPLAM	20.815	27.567	37.457	42.753	70.711	98.911
		2007	2008	2009	2010	2011
Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Araçlar		419	23.746	16.597	33.689	72.342
Alım Satım Amaçlı İşlemler		162.433	165.949	233.826	361.037	505.392
Vadeli Döviz Alım-Satım İşlemleri (Forward)		28.534	26.501	22.933	36.246	73.935
Para ve Faiz Swap İşlemleri		73.664	106.222	151.385	226.119	303.484
Para, Faiz ve Menkul Değer Opsiyonları		53.138	28.036	52.756	83.830	116.547
Futures Para İşlemleri		1.272	1.104	943	1.070	391
Futures Faiz Alım-Satım İşlemleri		1.711	1.092	3.389	9.450	1.869
Diğer		4.114	2.994	2.420	4.322	9.166
TOPLAM		162.852	189.695	250.422	394.726	577.734

* Türev işlemler mevzuat uyarında muhasebe tekniği açısından çift bacaklı olarak muhasebeleştirilmektedir. Örneğin bir forward döviz alım-satım sözleşmesi muhasebeleştirilirken, hem sözleşmenin vadesinde alınacak tutar hem de verilecek tutar ayrı ayrı kaydedilmektedir. Dolayısıyla tek bir sözleşmeden doğan alacak ve yükümlülük ayrı ayrı kayıtlara yansıtılmaktadır. Bu durum, türev işlemlerin bilançolarda yaklaşık iki katı hacimle yer almasına neden olmaktadır (BDDK, 2010: 44). Nitekim BDDK'nın raporlarında yer alan toplam işlem tutarları, bu tabloda yer alan toplam tutarların yaklaşık yarısı kadardır.

Kaynak: TBB

2011 yılı itibarıyla gerçekleştirilen işlemlerin % 12,5'i riskten korunma amaçlı, % 87,5'i ise alım satım amaçlı işlemlerdir. Riskten korunma amaçlı işlemlerin tamamına yakını swap sözleşmelerinden

oluşmaktadır. TBB'nin (Türkiye Bankalar Birliği) sunduğu verilerde riskten korunma amaçlı işlemler üç başlık altında sınıflanmaktadır. İlki gerçeğe uygun değer riskinden korunma amaçlı işlemler olup sektör genelinde, uzun vadeli ve sabit faizli konut ve diğer bireysel kredilerden kaynaklanan rayiç değer riski için yapılmaktadır. İkincisi nakit akış riskinden korunma amaçlı işlemlerdir ve kısa vadeli mevduat ve repo işlemleri ile değişken faizli yurtdışından temin edilen sendikasyon/seküritizasyon kredileri için yapılmaktadır. Üçüncüsü ise yurtdışındaki net yatırım riskinden korunma amaçlı işlemler olup (inceleme döneminde bakiye arz etmemektedir) yurtdışı iştirakler için tesis edilebilmektedir (BDDK, 2011: 53). TBB verilerine göre (Ek Tablo 1) 2011 yılı itibariyle riskten korunma amaçlı işlemlerin %35'i gerçeğe uygun değer riskinden korunma amacıyla, % 65'i ise nakit akış riskinden korunma amacıyla yapılmıştır.

TBB verilerine göre 2011 yılı itibariyle alım satım amaçlı işlemlerin % 60'ı swap işlemleri, %23'ü opsiyon işlemleri, %15'i ise forward işlemleridir. Global tezgahüstü piyasalara paralel olarak, Türkiye'de de swap sözleşmeleri tezgahüstü piyasaların işlem hacminde yüksek bir paya sahiptir. 2011 yılı itibariyle dayanak varlık bazında alım satım amaçlı işlemlerin (Ek Tablo 1) % 62'si para, % 15'i vadeli döviz, % 21'i ise faiz üzerine gerçekleşmiştir. Swap sözleşmelerinin % 72'si para swapı, % 28'i ise faiz swapıdır. Para, faiz ve menkul değer opsiyon işlemlerinin % 82'si para alım ve satım opsiyonları, % 18'i faiz alım ve satım opsiyonları, % 0,4'ü de menkul değer alım ve satım opsiyonu işlemleridir.

Swap işlemleri ağırlıklı olarak uzun vadeli konut finansmanı amacıyla kullanılan kredilerin fonlanmasında, faiz ve likidite riskinin yönetiminde kullanılmaktadır (BDDK, 2009: 47-49). Swap sözleşmeleri genel olarak bankaların bilanço içi TP-YP kompozisyonunu ve/veya sabit-değişken faiz yapısını etkilemeye veya aktif-pasif vade yapısını değiştirmeye yönelik olarak, fon yönetimi kapsamında kendi pozisyonlarını hedge etmek amacıyla kullanılmakta, diğer sözleşmeler ise müşteri taleplerine yönelik olarak yapılmaktadır (BDDK, 2010: 18). Forward sözleşmeler ağırlıklı olarak firmaların kur riskinden korunma amacına yönelik olarak hazırlanmaktadır. Bankalar, opsiyonlarda çoğunlukla opsiyon yazarlarla satın alanlar arasında aracılık (piyasa yapıcısı) işlevini yerine getirmektedir (BDDK, 2007: 27). Türkiye'de bankaların gerçekleştirdikleri türev işlemlerin önemli kısmının karşı tarafı uluslararası bankalardır (BDDK, 2011: 9).

Türkiye'de bankacılık sektörü, bilanço içi yabancı para pozisyonunu bilanço dışı türev işlemler ile dengelemekte ve kur riskini sınırlı düzeyde tutabilmektedir (BDDK, 2010: 52). Türev ürünlerdeki artışın önemli bir kısmı bankaların bilanço içinde taşıdıkları yabancı para kısa pozisyonlarını dengeleme ihtiyacı ile açıklanabilir. Bu nedenle Şubat 2006'dan itibaren

türev ürünlerin, özellikle de swap sözleşmelerinin işlem hacminde önemli düzeyde artış yaşanmıştır (BDDK, 2006: 33). Yurtiçinde kredi talebinin artış göstermesi ile birlikte, bankalar yurtdışından temin ettikleri uzun vadeli yabancı para fonlarının bir kısmını swap işlemleri ile TL'ye dönüştürmüşler ve bu işlemlerin artmasıyla birlikte swap işlemlerinde de artış yaşanmıştır. Ayrıca Türkiye'de yerleşik tasarruf sahiplerinin, yabancı para faiz oranlarının düşüklüğü ve yabancı paraların TL'ye karşı değer kaybetmesi nedeniyle yabancı para cinsinden tasarruflarını teminat göstermek suretiyle opsiyon sözleşmesi yazması ve bankaların yurtiçinde yerleşiklerden satın aldıkları bu opsiyonları, belirli bir kar marjıyla yabancı bankalara satması türev ürünlerin artmasında etkili olmuştur (BDDK, 2007: 26). Faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak getirilerin azalması sonucunda kar amaçlı türev ürünlere yönelik talep oluşması, banka ve banka dışı kurumların kur ve faiz riskine karşı korunma sağlamak istemeleri de türev işlemlerin artmasına neden olmuştur. Ayrıca ihracatçı firmaların özellikle Euro cinsinden nakit akımlarının değerini korumak istemeleri de bu artışta rol oynamıştır. Bankalar ihracatçı firmalara forward sözleşmeler aracılığı ile korunma sağlarken, kendi taşıdıkları pozisyonları yurtdışında faaliyet gösteren bankalar ile yaptıkları karşı forward işlemler ile hedge etmektedirler (BDDK, 2006: 32-33).

5.TEZGAHÜSTÜ TÜREV PİYASALARA YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Türev ürünler, tüm piyasa katılımcılarına özellikle risk yönetimi konusunda farklı alternatifler sunmaktadır. Bununla birlikte son yıllarda bazı büyük firmaların ve finansal kuruluşların türev piyasalarda karşılaştığı büyük zararlar ve iflaslar [Bankers Trust (1993), Metallgesellschaft (1993), Orange County (1994), Barings Bank (1995), Sumitomo Corporation (1996), Long Term Capital Management (1998), Enron (2001), Lehman Brothers (2008), AIG-American International Group (2008), Bear Stearns (2008) vb.], türev ürünlerin dikkatli kullanılmaması, amaçlara uygun stratejilerin seçilmemesi ve etkin bir iç denetim mekanizması kurulmaması durumunda profesyonel yatırımcıların bile büyük zararlarla karşı karşıya kalabileceğini göstermiştir. Yaşanan bu olayların çoğu, fazlaca denetlenmeyen ve karmaşık stratejiler içeren tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerden kaynaklanmıştır. Ayrıca yaşanan olumsuz gelişmelerdeki artış, tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerdeki artış ile paralellik göstermektedir. Türev piyasalarda yaşanan iflaslar ve bu iflasların yol açabileceği sistemik risk³

³ Sistemik risk (systemic risk), bir kurum veya piyasanın herhangi bir kesiminde ortaya çıkabilecek büyük bir iflas veya başarısızlığın, diğer kurumları ve ilgili diğer sektörleri

incelenirken borsalarda gerçekleştirilen işlemlerle tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin ayrı ayrı değerlendirilmesi son derece önemlidir. Çünkü tezgahüstü türev ürünler her ne kadar daha esnek olsalar da, bu piyasalar çoğu zaman likit ve şeffaf piyasalar olmadıkları için günlük piyasa fiyatlarını hesaplamak zordur. Merkezi bir takas kurumu olmadığı için taraflar birbirlerinin kredi riskine maruz kalmaktadırlar. Dolayısıyla tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin bir sistemik riske yol açma ihtimali, borsalarda işlem gören ve merkezi takas kurumları tarafından sonuçlandırılan türev işlemlere göre daha fazladır. Borsalarda yapılan ve merkezi bir takas kurumu tarafından da güvence altına alınan türev işlemler daha sıkı denetlendiğinden ve riskler her gün tek bir merkezden takip edildiğinden bunlardan kaynaklanan zararların boyutu ve tüm finansal sistemi tehlikeye atma riski daha küçük olacaktır (Dönmez ve Yılmaz, 1999: 50-76).

Bilindiği üzere ABD’de likiditenin bol, faizlerin düşük olduğu yıllarda kredi talep edenlere, kredibiliteleri yeterince değerlendirilmeden subprime (yüksek riskli) mortgage kredileri kullanılmış ve bu krediler menkul kıymetleştirilmiştir (CDO-Collateralized Debt Obligations). Söz konusu menkul kıymetlerin getirisi Amerikan hazine bonosundan daha yüksek olduğu için, çoğu fon bu menkul kıymetlere yüksek düzeyde yatırım yapmıştır. Fakat 2007 yılında faiz oranlarında yaşanan yükseliş nedeniyle subprime mortgage kredilerinin geri ödenmesinde sorunlar ortaya çıkınca, konut arzı artış göstermiş, konut fiyatları ve subprime mortgage kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin değeri düşmeye başlamış, bu menkul kıymetlere yatırım yapan fonların varlıklarında ciddi kayıplar oluşmuş, finansal kuruluşlar yükümlülüklerini yerine getirmede sorunlar yaşamaya başlamıştır. Ayrıca CDO’ların geri ödemeleri için kullanılacak kaynak, mortgage kredilerinin geri ödemeleridir. Kredi geri ödemelerinin yapılamaması, CDO’ların da geri ödemelerinin yapılamamasına neden olmuştur. Bu durum, finansal kuruluşların yüksek düzeyde zarara uğramasına, piyasalarda panik ortamının oluşmasına, bankalardan ani para çıkışlarına neden olmuş ve kredi geri ödemelerinde yaşanan sorun global piyasaları etkisi altına alan bir likidite krizine dönüşmüştür (Demir vd., 2008: 45-54). Ayrıca AIG gibi çok miktarda CDS ihraç eden firmalar; kredi geri ödemelerinde vb. sorunlar ortaya çıkınca, yüksek düzeyde kredi riski ile karşı karşıya kalmışlardır. CDO ve CDS’ler nedeniyle Lehman Brothers, AIG ve Bear Stearns gibi çok sayıda kuruluş ya iflas etmiş ya devlet desteğiyle iflastan kurtarılmış ya da çok büyük zararlarla karşı karşıya kalmıştır.

etkileyerek, bir bütün olarak finansal sistemi çöküşe götürebilme olasılığıdır (Gibson and Zimmermann, 1996: 36).

Tüm dünyayı derinden etkileyen küresel krizin ortaya çıkması ve büyümesinde, doğası gereği şeffaflıktan uzak ve yasal düzenlemelere tabi olmayan tezgahüstü piyasalardaki işlemlerin etkisi yoğun bir tartışma konusu olmuştur. 1998’de 80 trilyon dolarlık büyüklüğe sahip tezgahüstü piyasalar, günümüzde 648 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Türev piyasaların ulaştığı büyüklük ve büyüme hızı, bu piyasaların başta kredi riski olmak üzere, operasyon, hukuki vb. altyapılarının söz konusu büyümeyle kaldırabilir olup olmadığına ilişkin tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Yaşanan son küresel kriz bu tartışmaları haklı çıkarmıştır. Kriz nedeniyle belirgin olmayan riskler hızla ortaya çıkmaya başlamış ve ortaya çıkan riskler krizin derinleşmesine neden olmuştur. Tezgahüstü piyasalardaki işlemlerin borsalarda gerçekleştirilen işlemlerden önemli bir farkı, risk yönetiminin merkezi olarak yapılmaması veya özellikle kullanıcıya özel ürünler olması nedeniyle yapılamamasıdır. Pozisyonların raporlanmaması sonucunda üstlenilen kredi riskine ilişkin piyasa katılımcıları ve sistemin genelinde bir risk yoğunlaşması olup olmadığına dair bir değerlendirme yapmak olanaksız hale gelmektedir. Söz konusu büyüklük de dikkate alındığında, taşıdığı riskler konusunda kimsenin yeterince fikir sahibi olmadığı bu piyasa ile ilgili ciddi düzenlemeler yapılmasının gerekliliği geç de olsa anlaşılmıştır. Küresel kriz sonrası ortaya konan politika değişikliklerinin birçoğu tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen finansal türev işlemlere yöneliktir. ABD ve Avrupa’da tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlere ilişkin bilgilerin daha şeffaf hale getirilerek risklerin takip edilebilmesini sağlamak ve bu konularda standartlar getirebilmek için, işlemlerin takasının merkezi bir takas kurumu nezdinde gerçekleştirilmesine yönelik birtakım değişiklikler yapılması gündeme gelmiştir. Özellikle “AIG”, “Bear Stearns” ve “Lehman Brothers” gibi finansal kuruluşların yaptıkları türev işlemler nedeniyle yükümlülüklerini yerine getiremez duruma gelmesinin ardından, kredi riskinin büyüklüğü ve bu risklerin tezgahüstü piyasaların genelinde yaratacağı sistemik risklerin ne denli yıkıcı olabileceği görülmüştür. Söz konusu risklerin daha sıkı yapılar ve kurallar içerisinde yönetilmesi gerektiği, finansal otoriteler tarafından kesin olarak anlaşılmıştır (Kaygısız, 2008: 47).

6. SONUÇ

Tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev sözleşmelerin kullanıcıların isteklerine göre düzenlenmesi piyasa katılımcıları için bir avantaj sağlamaktadır. Ancak organize piyasaların tersine takas kurumu ve teminat sistemi gibi yapılara sahip olmaması nedeniyle işlem yapanlar için kredi riski söz konusu olmaktadır. Tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin tam olarak takip edilememesi, ortaya çıkabilecek risklerin organize bir yapı içerisinde izlenememesi bu piyasaları şeffaflıktan uzaklaştırmaktadır.

1970'li yıllardan sonra, döviz, faiz, emtia, hisse senedi gibi varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların ve piyasalardaki belirsizliklerin artması sonucunda ortaya çıkan riskten korunma ihtiyacı ve spekülasyon kar sağlama isteği türev piyasalarda olağanüstü bir büyümeye neden olmuştur. Ayrıca uluslararası ticaretin serbestleşmesi, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişme, para ve sermaye piyasalarındaki bütünleşme de türev piyasalardaki büyümede önemli bir rol oynamıştır. 2000 yılında 95 trilyon dolar büyüklüğe sahip tezgahüstü türev piyasalar, 2011 yılında 648 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Tezgahüstü piyasalarda, işlem hacmi bakımından ağırlıklı olarak faiz oranına dayalı sözleşmeler işlem görmektedir.

Gelişmiş ülkelerde geçmişi çok eski tarihlere dayanan türev işlemlerle ilgili olarak Türkiye'de ilk yasal düzenleme 1983 yılında yapılmıştır. 1983 sonrasında gelişme hızı yavaş da olsa türev işlemler yapılmaya başlanmıştır. Global piyasalarla karşılaştırıldığında, Türkiye'de tezgahüstü türev piyasalarda gerçekleşen işlem hacmi yıllar itibarıyla sürekli artış göstermesine rağmen çok düşük düzeylerde kalmıştır. Gerçekleştirilen işlemlerin % 87,5'lik kısmı alım satım amaçlı işlemlerdir. Alım satım amaçlı işlemlerin %60'ı swap, %23'ü opsiyon, %15'i ise forward işlemlerdir. Global tezgahüstü piyasalara paralel olarak, Türkiye'de de swap sözleşmeleri tezgahüstü piyasaların işlem hacminde yüksek bir paya sahiptir. Swap işlemlerinin % 72'si para swapı, % 28'i ise faiz swapıdır. Alım satım amaçlı türev işlemlerin sözleşmelere konu varlık bazında % 62'si para, % 15'i vadeli döviz, % 21'i ise faiz üzerine düzenlenen sözleşmelerdir. Genel olarak, swap sözleşmeleri bankaların kendi pozisyonlarını hedge etmek amacıyla kullanılmakta, diğer sözleşmeler ise müşteri taleplerine yönelik olarak yapılmaktadır. Swap sözleşmeleri genellikle bankaların bilanço içi Türk Lirası-yabancı para pozisyonunu ve/veya sabit-değişken faiz yapısını etkilemeye ya da aktif-pasif vade yapısını değiştirmeye yönelik olarak, fon yönetimi kapsamında gerçekleştirilmekte ve kendi pozisyonlarını hedge etmek amacıyla kullanılmaktadır. Diğer sözleşmeler ise müşteri taleplerine yönelik olarak yapılmaktadır.

Türev piyasalarda yapılan işlemler nedeniyle son yıllarda bazı büyük firmaların ve finansal kurumların çok büyük zararlarla karşı karşıya kalması veya iflas etmesi bu piyasalarda yapılan işlemlerin sorgulanmasına yol açmıştır. Yaşanan olumsuzlukların çoğu yeterince denetlenmeyen ve şeffaflıktan uzak tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerden kaynaklanmıştır. Ayrıca yaşanan son küresel kriz ve tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin kriz üzerindeki etkisi, tezgahüstü piyasa işlemleri ilgili yasal düzenlemeler yapılması, bu piyasalardaki risklerin takip edilmesi, denetlenmesi ve riskleri azaltacak önlemler alınması gerektiğini ortaya koymuştur.

KAYNAKÇA

- Aşıkoğlu, R. ve Cantürk, K. (2008). Global finansal sistem etkileşimiyle Türkiye'nin türev piyasa görünümü. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, X(2), 157-179.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2007). *Finansal Yönetim*, İkinci Baskı, Eskişehir: Genç Copy Center.
- Chambers, N. (2009). *Türev Piyasalar*, Üçüncü Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Çonkar, K. ve Ata, H. A. (2002). Riskten korunma aracı olarak türev ürünlerin gelişmiş ülkeler ve Türkiye'de kullanımı. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, IV(2), 1-17.
- Demir, F., Ermişoğlu, E., Karabıyık, A. ve Küçük, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. BDDK Çalışma Tebliği, Sayı: 3, Ağustos 2008, Ankara.
- Dikmen, A. (2008). Türkiye'de vadeli işlemler piyasasının gelişimi perspektifinde hisse senedi endeks vadeli işlem sözleşmelerinin gelişimi ve spot piyasa ile etkileşimi. SPK Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Dönmez, Ç. A. ve Yılmaz, M. K. (1999). Türev piyasalar finans sektöründeki dengenin korunması açısından bir tehdit oluşturabilir mi?. *İMKB Dergisi*, 3(11), 49-81.
- Ergincan, Y. (1996). *Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, Yayın No: 33, Ankara: SPK.
- Erişti, M. (2001). Döviz piyasalarında yapılan swap, options ve futures işlemlerinin vergi hukuku açısından irdelenmesi. *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı: 233, 92-96.
- Ersan, İ. (1998). *Finansal Türevler-Futures, Options, Swaps*, İkinci Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Erol, Ü. (1999). *Vadeli İşlem Piyasaları*, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Gibson, R. and Zimmermann, H. (1996). The benefits and risks of derivative instruments: An economic perspective. *Finanzmarkt und Portfolio Management*, 10(1), 12-44.
- Hull, J. C. (2002). *Options, Futures, & Other Derivatives*, Fifth Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kaygısız, T. A. (2008). Tezgahüstü (OTC) türev işlemlerin merkezi takası. SPK Piyasa Gözetimi ve Düzenleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Kepçe, N. (2007). *Swap Sözleşmelerinin Finansal Tablolarda Raporlanması*, Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kolb, R. W. and Overdahl, J. A. (2003). *Financial Derivatives*, Third Edition, US: John Wiley and Sons.
- Kolb, R. W. and Overdahl, J. A. (2006). *Understanding Futures Markets*, Sixth Edition, US: Blackwell Publishing.

E. Ersoy, U. Ünlü / Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü Dergisi 6 (1) 2016 s.143-162

E. Ersoy, U. Ünlü / Nevşehir Hacı Bektaş Veli University Journal of ISS 6
(1) 2016 p.143-162

Özalp, P. (2003). *Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye'de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları*, TCMB uzmanlık yeterlilik tezi, Ankara.

Sayılğan, G. (1998). Finansal türev piyasalarındaki riskler. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 53(1), 279-296.

Sayılğan, G. (2002). Endeks vadeli işlem sözleşmeleri, takas odası ve teminatlar. *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, 17(201), 32-43.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*, 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları No: 19.

Uyar, F. (2004). Türev araçların işlem gördüğü tezgah üstü piyasaların düzenlenmesi. SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Whaley, R. E. (2006). *Derivatives: Markets, Valuation, and Risk Management*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Yalçın, K., Tanrıöven, C., Bal, H., Aksoy, E. E. ve Kurt, Ç. (2008). *Finansal Teknikler ve Türev Araçlar*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2006). *Türk bankacılık sektörü kur riski değerlendirme raporu (Haziran 2006)*.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2007). *Türk bankacılık sektörü kur riski değerlendirme raporu II (Nisan 2007)*.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2008). *Türk bankacılık sektörü kur riski değerlendirme raporu (Sayı:5, Eylül 2008)*.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2009). *Türk bankacılık sektörü kur riski değerlendirme raporu. (Sayı:6, Eylül 2009)*.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2011). *Türk bankacılık sektörü kur riski değerlendirme raporu. (Sayı:8, Eylül 2011)*.

TBB. (2003, 2004). *Banka bazında seçilmiş bilanço kalemleri*.

TBB. (2005, 2006, 2007, 2008, 2009) *Banka bazında seçilmiş tablolar*.

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

<http://www.bis.org>

Ek Tablo 1.

Türkiye'de Bankacılık Sistemi Konsolide Bilanço Dışı Hesaplar (BİN TL)	(31/12/2011)		
	TP	YP	Toplam
III. TÜREV FİNANSAL ARAÇLAR	167.745.314	409.988.314	577.733.628
3.1.Riskten Korunma Amaçlı Türev Finansal Araçlar	25.548.490	46.793.101	72.341.591
3.1.1.Gerçeğe Uygun Değer Riskinden Korunma Amaçlı İşlemler	9.552.505	15.933.214	25.485.719
3.1.2.Nakit Akış Riskinden Korunma Amaçlı İşlemler	15.995.985	30.859.887	46.855.872
3.1.3.Yurtdışındaki Net Yat.Riskinden Korunma Amaçlı İşlemler	0	0	0
3.2.Alım Satım Amaçlı İşlemler	142.196.824	363.195.213	505.392.037
3.2.1.Vadeli Döviz Alım-Satım İşlemleri	23.193.651	50.741.367	73.935.018
3.2.1.1.Vadeli Döviz Alım İşlemleri	11.931.851	24.261.445	36.193.296
3.2.1.2.Vadeli Döviz Satım İşlemleri	11.261.800	26.479.922	37.741.722
3.2.2.Para ve Faiz Swap İşlemleri	75.527.262	227.957.150	303.484.412
3.2.2.1.Swap Para Alım İşlemleri	23.575.123	85.436.594	109.011.717
3.2.2.2.Swap Para Satım İşlemleri	39.256.913	70.413.961	109.670.874
3.2.2.3.Swap Faiz Alım İşlemleri	6.347.613	35.992.535	42.340.148
3.2.2.4.Swap Faiz Satım İşlemleri	6.347.613	36.114.060	42.461.673
3.2.3.Para, Faiz ve Menkul Değer Opsiyonları	39.669.031	76.877.635	116.546.666
3.2.3.1.Para Alım Opsiyonları	18.053.929	29.692.349	47.746.278
3.2.3.2.Para Satım Opsiyonları	20.688.386	26.909.218	47.597.604
3.2.3.3.Faiz Alım Opsiyonları	392.350	10.897.840	11.290.190
3.2.3.4.Faiz Satım Opsiyonları	307.350	9.130.719	9.438.069
3.2.3.5.Menkul Değerler Alım Opsiyonları	123.008	119.872	242.880
3.2.3.6.Menkul Değerler Satım Opsiyonları	104.008	127.637	231.645
3.2.4.Futures Para İşlemleri	96.854	294.049	390.903
3.2.4.1.Futures Para Alım İşlemleri	42.745	143.645	186.390
3.2.4.2.Futures Para Satım İşlemleri	54.109	150.404	204.513
3.2.5.Futures Faiz Alım-Satım İşlemleri	1.000	1.868.150	1.869.150
3.2.5.1.Futures Faiz Alım İşlemleri	500	843.739	844.239
3.2.5.2.Futures Faiz Satım İşlemleri	500	1.024.411	1.024.911
3.2.6.Diğer	3.709.026	5.456.862	9.165.888

*E. Ersoy, U. Ünlü / Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü Dergisi 6 (1) 2016 s.143-162*

*E. Ersoy, U. Ünlü / Nevşehir Hacı Bektaş Veli University Journal of ISS 6
(1) 2016 p.143-162*