



ISSN:1306-3111

e-Journal of New World Sciences Academy  
2011, Volume: 6, Number: 3, Article Number: 3C0078

**SOCIAL SCIENCES**

Received: November 2010

Accepted: July 2011

Series : 3C

ISSN : 1308-7444

© 2010 [www.newwsa.com](http://www.newwsa.com)

**Osman Uluyol**

**Mehmet Kaygusuzođlu**

Adiyaman University

[osmanuluyol@yahoo.com](mailto:osmanuluyol@yahoo.com)

Adiyaman-Turkey

**FİNANSAL TÜREV ÜRÜNLERİN 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNE ETKİSİ**

**ÖZET**

Günümüzde dünya finansal piyasalarındaki risklerin yönetilmesinin bir yolu da finansal türev ürünlerin kullanılmasıdır ve bu ürünlerin kullanımı da çok büyük bir hızla artmaktadır. Türev ürünler en son yaşanan küresel finansal krizle birlikte ekonomi gündemine oturmuş ve risk yönetimi aracı olarak kullanılan bu ürünlerin aslında bu krizin sebebi olduğu yolunda çeşitli görüşler öne sürülmüştür. Türev ürünlerin krizin sebebi olduğu yolundaki görüşlere karşın aslında bu ürünlerin krizin sebebi olmadığı, ancak doğru kullanılmamasından kaynaklanan sorunlar yaşandığına dair görüşler de vardır. Kısaca konu tartışmalıdır. Bu çalışmanın amacı, türev ürünler hakkında bilgi vermek, türev ürünlerin finansal piyasalarda kullanımını açıklamak, türev ürünlerin 2008 küresel finansal krizine etkisini tartışarak sonuçlar çıkarmak ve öneriler geliştirmektir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Türevler, Türev Ürünler,  
Finansal Krizler, Risk Yönetimi,  
Türev Ürünler ve Risk Yönetimi

**THE IMPACT OF DERIVATIVE PRODUCTS ON GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN 2008**

**ABSTRACT**

One way of risk management in today's global financial markets is to use financial derivative products in risk management and their usage has rapidly been increasing day by day. The derivative products came to the fore of economic agenda with the latest global financial crisis; these products as a way of risk management were thought to cause this crisis. In contrast to these thoughts, derivative products to cause the crisis, they aren't the real cause of the crisis, but there are problems originated from not using them properly in risk management. Shortly, the subject is controversial. The aim of this paper is to give information about the derivative products and the problems about their usage in financial markets, to discuss the effects of derivative products in global financial crisis in 2008 and to make conclusions and proposals accordingly.

**Keywords:** Financial Derivatives, Derivative Products,  
Financial Crisis, Risk Management,  
Financial Derivatives and Risk Management

## 1. GİRİŞ (INTRODUCTION)

Dünya, 2007 yılında ABD’de başlayan, 2008 yılında hemen hemen bütün dünyaya yayılan ve 2009 yılında da etkisi dereceli olarak azalmaya başlayan bir kriz yaşamıştır. Bu kriz bir finansal kriz olarak başlamakla birlikte ekonomik krize dönüşmüş ve benzeri görülmeyen krizlerden biri olarak ekonomi tarihine geçmiştir. 2008 krizi ile birlikte türev ürünler, üzerinde en çok konuşulan konulardan biri olmuştur.

Türev ürünler kredi krizinin şiddetlenmesinde önemli bir rol oynamıştır ve gelecekte de yeni krizlerin sebebi olabilirler. Türev ürünler şirketlerin riskleri hedge etmede kullanabilmelerine rağmen, büyük miktarlarda kayıp yaşamalarına da neden olabilirler, çünkü türev ürünlere yapılan küçük miktar yatırımlar büyük kazançlar ya da büyük kayıplar anlamına gelebilir. Örneğin, türevler kredi krizinin devlet tarafından kurtarılan en büyük kuruluşlarından biri olan AIG (American International Group)’nin çöküşünde çok önemli bir rol oynamıştır (Davidson v.d., 2010).

Bu krizle birlikte en çok üzerinde durulan konulardan birisi türev ürünler olmuştur. Mortgage kredi sisteminden kaynaklanan kredi alacaklarına dayanarak çıkartılan ve yatırım/finans kuruluşlarına satılan bu türev ürünler mortgage kredilerinin geri ödemelerindeki sorunlar nedeniyle birdenbire değerini önemli ölçüde yitirmiş ve toksik varlıklar olarak nitelendirilerek sahip olanların elinde adeta ateşe dönüşmüştür. Çıkışı itibarıyla risk yönetimi açısından yararlı olan ve geçmişten buyana kullanılan türev ürünler, dozu aşıldığında bomba gibi patlamış ve dünyayı etkisine alan krize dönüşmüştür. Oldani (2008: 39)’ye göre türev ürünler “bir miktar şarap veya alkol yemek sırasında hoş olabilir, ama çok fazla içilmesi halinde insanı sarhoş edebilir” sözünün anlattığı gibi türev ürünlerin kullanılmasındaki sınırlar aşılmış ve ölçü kaçırılmıştır. Ama suçlanan türev ürünler olmuştur. Acaba gerçekte durum öyle midir? “Emtia türevleri günümüzde dünya ticaretinde makul bir düzeyde etkili iken finansal sözleşmeler çok büyük rakamlarla ifade edilmektedir. Emtia türevlerinin ulusal tutarı 7 milyar \$ iken, sadece tezgahüstü (Over The Counter OTC) finansal türevlerin değeri 370 milyar \$ olarak raporlanmaktadır” (Oldani, 2008: 3). Bu büyük rakamların da işaret ettiği gibi asıl sorun türev ürünlerin yoğun bir şekilde spekülasyon amaçlı kullanılmalarından doğmuştur. Spekülasyon kullanımları ise türev ürünlerin asıl kullanım amaçları arasında yer almaz. Türev ürünler yatırımcıların risklerini azaltmak amacıyla çıkartılmaları gerekirken uygulamada yaygın bir şekilde kaldıraç aracı olarak kullanılmış ve karşı tarafın riskini artırmıştır.

## 2. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ (RESEARCH SIGNIFICANCE)

Finansal krizler çeşitli nedenlerden ve çeşitli ülke ya da bölgelerden kaynaklanabilir ama etkileri daha geniş bir alanda hissedilir. Krizlerden ders çıkartılmaması halinde aynı hatalara tekrar düşme tehlikesi söz konusudur. Ama ders alınır ve gereği yapılırsa aynı sorunların tekrar yaşanması önlenebilir. Örneğin; Türkiye 2001’de finansal açıdan büyük bir kriz yaşamış ama alınan tedbirlerle bankacılık sistemi en son yaşanan 2008 küresel finansal krizinden hemen hemen hiç etkilenmemiştir. Bu nedenle yaşanan krizlerin nedenleri üzerinde durmak ve asıl nedenleri tespit etmek gelecek krizleri önleme açısından büyük avantaj sağlayabilir.

2008 küresel finansal krizinin mortgage kredilerine dayanarak çıktığı ifade edilirken bir taraftan da tamamen türev ürünler suçlanmaktadır. Türev ürünler riskten korunma araçları iken kullanım

itibariyle yüksek kazançlar sağlamak için spekülatif amaçlı kullanılmaya başlanmış ve bu konuda aşırılığa gidilmiş, türev ürün hacmi dünyanın toplam üretiminin 10 katını aşmıştır. Diğer taraftan mortgage kredilerinin kalitesi de düştüğü halde bu kredilere dayanılarak türevlerin ihracına devam edilmiş, durulması gereken yer bilinmemiştir.

Bu çalışmada türev ürünlerin 2008 küresel finansal krizine etkisi tartışılmakta, krizin kaynağına değinilmekte ve türev ürünlerin krize etkisi olmakla birlikte sorunun türev ürünlerin kendisinde değil kullanımında olduğu vurgulanmaktadır.

### **3. TÜREV ÜRÜNLER: TANIM VE AÇIKLAMALAR (DERIVATIVE PRODUCTS: DEFINITIONS AND EXPLANATIONS)**

Türev ürünler; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerinin geneline verilen isimdir. Oldukça kompleks bir yapıya sahip olmaları ve farklı piyasa koşullarında inşa edilmeleri nedeniyle, türev ürünlerin açıklıkla tanımlanması pek kolay değildir (<http://globalekonomikmonitor.blogspot.com>, 2008a). Türev ürünler, finansal bir enstrümanın değerinin, diğer bazı temel varlıkların değerine bağlı olduğu ürünlerdir. Bu ürünler; emtia, hisse senedi endeksi, altın, faiz ve kur gibi birçok finansal varlık üzerine düzenlenebilmektedir (Kayahan, 2009: 24).

Başlıca türev ürünler future sözleşmeleri, forward sözleşmeleri, opsiyonlar ve swaptır. Türev ürünler arasında en çok kullanılan swaplar, swapların içinde de faiz swapı ve döviz swapıdır (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 88-108). Bunlara ek olarak kredi türevi olarak adlandırılan kredi ürünlerinin payı da yıldan yıla artış göstermiştir.

Kredi türevleri bir varlığın riskinin ve getirisinin, o varlığın mülkiyetini devretmeden bir taraftan diğer tarafa transferi amacıyla yapılan tezgah üstü araçlardır. Krediler, kredi borçlusunun zamanında ödeme yapamaması, haciz gelmesi, zarar etmesi, sözleşme şartlarına aykırı olarak borcunu peşin ödemesi veya kur değişiklikleri ya da piyasa faiz değişiklikleri gibi nedenlerle çeşitli riskler de içerebilmektedirler. Dolayısıyla kredilerden beklenen getiri sağlanamayabilir. Transfer edilen kredi riskinin kaynağı, kredi alacakları, özel sektör bonoları veya diğer türev işlemleri gibi tek bir varlığa özgü olabileceği gibi, bir havuzda toplanan birden fazla varlık da olabilmektedir. Çeşitli türev araçlar kullanılarak, kredi riskinin kaynağı belirlendikten sonra risk transfer edilebilmektedir ([www.riskfree.com.tr](http://www.riskfree.com.tr): 2010).

Türev ürünlerin kullanımı ile ilgili olarak ABD'de faaliyet gösteren 25 ticari bankanın türev ürün kullanım miktarının (Tablo 1) bu bankaların varlık toplamalarının çok üzerinde olduğu bilinmektedir. Bu durum bankaların risklerini artırmaktadır. Örneğin; JP Morgan ABD'deki türev işlemlerin yarısından fazlasını kontrol etmektedir. Türev işlemlerin getirdiği yüksek karlar birçok bankanın spekülasyon amaçlı işlemlere ağırlık vermesine yol açmış ve türev ürünlerin kullanımı asıl amacının dışına çıkmıştır (Kayahan, 2009: 28).

Tablo 1. 30 haziran 2008 tarihinde Amerika'daki 25 ticari bankanın türev ürün pozisyonu (Milyon \$)  
Table 1. The derivative products volume of 25 commercial banks in USA on June 30th, 2008 (Million \$)

SIRA	BANKA ADI	TOPLAM VARLIK	TOPLAM TÜREV ÜRÜN	TOPLAM FUTURES (BORSA)	TOPLAM OPSİYON (BORSA)	TOPLAM FORWARD (TEZGAH ÜSTÜ)	TOPLAM SWAP (TEZGAH ÜSTÜ)	TOPLAM OPSİYON (TEZGAH ÜSTÜ)	TOPLAM KREDİ TÜREVLERİ (TEZGAH ÜSTÜ)
1	JPMORGAN CHASE BANK NA	\$1.378.468	\$91.287.215	\$1.324.485	\$2.577.403	\$8.177.168	\$58.955.659	\$12.401.876	\$7.850.264
2	BANK OF AMERICA NA	1.327,429	39.671.792	1.934.850	690.507	3.833.388	26.777.854	3.724.655	2.710.538
3	CITIBANK NATIONAL ASSN	1.228.445	37.132.353	264.052	364.061	4.655.682	21.462.142	7.176.738	3.209.678
4	WACHOVIA BANK NATIONAL ASSN	670.639	4.447.446	227.045	141.116	162.932	2.982.131	548.606	385.616
5	HSEC BANK USA NATIONAL ASSN	177.466	4.061.104	76.396	67.430	440.213	1.955.046	283.785	1.240.227
6	WELLS FARGO BANK NA	503.327	1.515.920	275.709	16.466	470.655	563.095	187.757	2.238
7	BANK OF NEW YORK	130.062	1.049.529	36.416	13.459	278.978	354.211	364.778	1.677
8	STATE STREET BANK&TRUST CO	138.859	837.209	1.215	490	758.977	19.815	56.467	238
9	SUNTRUST BANK	171.501	258.822	53.951	30.246	15.649	130.387	35.485	3.104
10	PNC BANK NATIONAL ASSN	128.348	210.693	25.241	13.200	6.573	132.303	28.025	5.352
11	NORTHERN TRUST CO	65.200	184.177	0	0	172.357	11.007	559	254
12	MELLON BANK NATIONAL ASSN	39.476	183.003	0	0	151.648	29.659	1.695	0
13	KEYBANKNATIONAL ASSN	98.048	136.697	22.261	0	13.580	84.291	7.852	8.714
14	BATIONAL CITY BANK	151.166	110.748	9.053	250	12.944	42.859	43.230	2.408
15	US BANK NATIONAL ASSN	242.308	87.448	945	5.000	21.011	49.943	8.379	2.170
16	REGIONS BANK	139.354	80.155	13.591	4.000	1.238	59.364	1.678	283
17	BRANCH BANKING&TRUST CO	132.884	63.524	4.296	0	7.852	43.764	7.560	52
18	MERRILL LYNCH BANK USA	58.042	59.567	34.125	294	749	15.253	0	9.146
19	RBS CITIZENS NATIONAL ASSN	132.051	57.525	0	0	4.645	51.931	815	234
20	FIFTH THIRD BANK	67.272	55.976	37	0	6.526	37.618	11.483	313
21	UNION BANK OF CALIFORNIA NA	60.228	35.486	786	0	3.927	19.177	11.596	0
22	LASALLE BANK NATIONAL ASSN	68.379	34.501	0	0	4	24.271	8.506	1.820
23	UGS BANK USA	27.316	34.160	0	0	0	34.160	0	0
24	DEUTSCHE BANK TR CO AMERICAS	46.071	33.887	0	0	361	26.646	1.683	5.197
25	LEHMAN BROTHERS COML BK	6.418	28.006	0	0	10.845	17.241	0	0

Ref: FED (<http://www.federalreserve.gov/econdata/deult.htm>, E.T.20.10.2010).

#### 4. TÜREV ÜRÜNLERİN GELİŞİMİ VE BOYUTU (DEVELOPMENT OF DERIVATIVE PRODUCTS AND THEIR EXTENT)

Türev ürünler ilk olarak İ.Ö. 1700-1800 yıllarında Antik Mezopotamya İmparatorluğu döneminde, malla ilgili risklerin forward, futures tipindeki sözleşmelerle hedge edilmekte olduğu bir zamandan beri dünya finans sisteminde kullanılmakta olup bunların detayları ve çalışma şekli günümüzdekinden fazla farklı değildir. Türev piyasa ya da vadeli piyasalara yönelik bilinen ilk işlem, İ.Ö. 5. yüzyılda Anadolu'lu Bilge Thales tarafından zeytin rekoltesinin tahminine yönelik olarak uygulanmıştır (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 159).

Bir ya da birden fazla geleneksel üründen türetilmiş olan bu ürünlerin piyasası özellikle 1970'li yıllarda ortaya çıkan finansal riskleri ortadan kaldıracak ürünlere olan talep sonucunda gelişme göstermiştir (Yavilioğlu ve Delice, 2006: 66). Oldukça iyi organize olmuş bu piyasalar genellikle gelişmiş ülkeler tarafından yaygın olarak kullanılmakta ve birçok geri kalmış ülke için yatırım aracı olarak algılanmaktadır (Korkmaz, 2001: 78).

Türev ürünlerin finans piyasalarında kullanımına bakıldığında oldukça hızlı bir yükseliş trendi dikkati çekmektedir. Finansal türev işlemlerin merkez bankaları dışındaki birçok kurumsal ve bireysel yatırımcı tarafından da kullanılmakta olduğu göz önünde bulundurulursa; finansal türev işlemlerinin gelişimi hakkında söylenenlerin abartılı olmayacağı anlaşılabilmektedir (Korkmaz, 2001: 33). Bu yaygınlaşma ve artma eğilimi ile beraber finansal türev işlemlerinin çok riskli işlemler olduğu ve bu işlemlerin yaygınlaşmasıyla birlikte ekonominin genel risk düzeyinin artacağı ileri sürülmektedir. Bu iddiaların gerçekleşmesi yaygınlaşan ve küreselleşen finansal türev işlemlerinin hem bölgesel hem de küresel etkileri nedeniyle büyük ve onarılması zor sonuçlar doğurabilir (Sayılğan, 1998: 279-280).

Yükseliş trendine bakıldığında 2007 yılı Uluslararası Takas Bankası (Bank for International Settlement BIS) verilerine göre 2002 yılında 100 trilyon \$ civarında olan türev ürünlerin değeri, 2007 yılında 516 trilyon \$ değerine ulaşmıştır. Bu sonuç 5 yılda 5 katından daha fazla bir değere eşittir. Tüm dünyanın gayri safi yurtiçi hasılasının 50 trilyon \$ olduğu ve dünyanın toplam reel çıktısının 75 trilyon \$ olduğu düşünüldüğünde bu değer büyüklüğü çok daha düşündürücü olacaktır (Farrell, 2008: 1). 2008 yılı itibarıyla türev ürün hacmi 526 trilyon \$'ın üzerindedir. Bu değer tüm dünya üretiminin 10 katından daha fazladır. Bu sonuç 1930'dan beri dünyanın en büyük ekonomik krizini de tetiklemiştir (Kayahan, 2009: 27).

Dünya türev ürünleri piyasasının şaşırtıcı boyutları ve büyümesi birkaç rakamla ifade edilebilir. BIS'in üç yılda bir yayımlanan ve Aralık 2007'de uygulanan anketine göre geleneksel döviz kuru türevlerinin ortalama günlük cirosu Nisan 2004'ten beri emsali görülmemiş bir şekilde %71 oranında büyümüş, yıllık %20'lik artışla 4,2 trilyon \$ olmuştur; ortalama günlük ciro aynı dönemde %65 yükselmiştir. Bu 2001-2004 yılları arasında yapılan ankette gözlenenden çok daha yüksek bir artıştır. Finansal piyasalarda son 30 yıldır yapılan yenilikler ya da icatlar; teknoloji kullanımı, kredi piyasaları, sermaye piyasaları ve yabancı kur piyasalarındaki değişiklikler, türev piyasaların gelişimine önemli katkılar sağlamıştır. Buna bağlı olarak finansal türevlerin popülaritesi son dönemlerde artmasına rağmen, bu ürünler modern bir olgu değildir ve ekonomik risklerin yönetilmesi amacıyla binlerce yıl önceleri kullanılmıştır (Aubert ve Solli, 2007: 50). Örneğin; türev ürünlerin tarihi gelişimi İ.Ö. 1700-1800'lü yıllarda Hammurabi Kanunlarındaki hasat ödemelerinden; 1600'lü yıllarda Alman lale ticaretine ve oradan 1848

dünyanın ilk futures borsası olan Chicago Board of Trade (CBOT) kuruluşuna kadar uzanmaktadır (Kayahan, 2009: 24).

Tüm bunlara ek olarak finansal türev işlemlere yönelik ilk finansal ihtiyaç, 1944 yılında oluşturulan Bretton Woods döviz kuru sisteminin 1971 yılında çöküşüne bağlı olarak oluşmuştur. Bu dönemde Amerikan dolarına endekslenmiş altın sisteminin terk edilmesiyle birlikte sabit kur sisteminin bozulması ve ardından oluşturulan dalgalı kur sistemi, dünya devletlerini kur riskine açık hale getirmiştir. Bu durum döviz kuru hareketlerine karşı korunma ihtiyacı ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeleri takiben 1972 yılında "Chicago Merchantile Exchange" bünyesinde ilk kez döviz üzerine vadeli işlem (futures) anlaşmaları yapılmıştır. Ardından 1973 yılında Chicago Board of Trade bünyesinde, seçilmiş hisse senetleri üzerine opsiyon kontratlarına başlanmıştır (Balvinder, 1995: 1). 1994'te Metallgesellschaft enerji türev ürünler nedeniyle 1,5 milyar \$ kaybetmiştir. 1995'te Baring's Bank Nick Leeson isimli broker'ın sebep olduğu 1,4 milyar \$ kaybetmiştir (<http://projects.exeter.ac.uk>: 2009). 1998 LTCM (Long Time Capital Management) hedge fonu 3,5 milyar \$ maliyetle kurtarılmıştır. 2001'de ABD'nin 7. en büyük şirketi ve dünyanın en büyük enerji devi Enron kredi türevleri kullanıma nedeniyle iflas etmiştir. 2006'da doğal gaz futures'larındaki kayıp nedeniyle Amaranth, 6 milyar \$ kaybetmiştir. En son olarak da Ocak 2008'de Societe Generale yetkisiz futures işlemleri nedeniyle 4,9 milyar \$ kaybetmiştir (Kayahan, 2009: 25).

Dünya ekonomisinin son dönemlerindeki en önemli özelliklerinden biri, kredi türevlerinin mali piyasalarda akıl almaz bir hızla büyümesiydi. Kredi türevleri hacmi 1990'da 3,5 trilyon \$ ile dünya hasılasının %27'sine eşit bir büyüklükte iken sürekli artarak 2007'de (bir yılda 90 trilyon \$ artarak) 380 trilyon \$'la dünya hasılasının %778'ine ulaşmıştır (Yurtsever, 2008). Financial Times'da da 2007'de kredi türevlerinin 415 trilyon \$'a ulaştığı açıklanmıştır (Financial Times, 2007). Bu piyasada, dünya hasılasının yüzde 1000'i, yani 10 katı tutarında mali hareket yani kredi olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle piyasada dolaşan her 10 mali "değerin" yalnızca 1'inin gerçekte karşılığı bulunmakta, geri kalanının ise karşılığı bulunmamaktadır (Yurtsever, 2008: 1).

##### **5. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN NEDENLERİ (REASONS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS 2008)**

ABD'nin New York kentindeki ikiz kulelere yapılan 11 Eylül 2001 terör saldırıları sonrasında Amerikan halkının yaşadığı paniği ortadan kaldırmak amacıyla halka ucuz konut, araba gibi varlıklar sağlanması ve bu amaçla düşük faizli krediler verilmesi politikası sonunda bir felaket getirmiştir (Acar, 2009: 19). Mortgage piyasasında başlayan kriz eşikaltı mortgage kredilerine dayalı olarak çıkartılan türev ürünlerin kullanımı ile bütün dünyaya yayılmıştır. Mortgage krizinin oluşumu kısaca aşağıdaki gibidir:

Amerikan vatandaşları bankalardan ipotek karşılığı kredi almış ve böylece ortaya bir kredi sözleşmesi çıkmıştır. Bu sözleşmenin bir borçlusu (ev alan), bir alacaklısı (kredi veren) ve bir de kredinin teminatı olan taşınmaz mal vardı. Bu sözleşmenin teminat gösterilmesiyle ikinci bir sözleşme yapılmış ve bu sözleşme, başka tür sözleşmelerle harmanlanıp üçüncü sözleşme, sonra da dördüncüsü ve bu türetme işlemi belki de 100 kere tekrar edilerek ortaya kimsenin hesap bile edemeyeceği büyüklükte bir "türev ürünler stoku" çıkmıştır. Toplam türev ürün

stokunun 120 trilyon dolara vardığı ifade edilmektedir (Cansen, 2010: s.1).

2006 yılının ilk yarısında konut kredisi alanların borçlarını ödeyememesi ile başlayan süreç, kredi geri ödemeleri için konutların satışa çıkarılmasıyla, önce konut fiyatlarının düşmesine, daha sonra da bu kredilere bağlı finansal türev piyasaların çökmesine yol açmıştır. 2007 yılı sonu itibarıyla oluşan zarar 300 milyar \$ civarındadır. Zira, 2007 yılının dördüncü çeyreğinde mortgage kredilerinde toplam ödeneme oranı, 2007 yılının ilk çeyreğine göre yaklaşık %35 oranında artış göstermiştir (Martino and Duka, 2007).

2007'de başlayan küresel finansal krizin başlıca sebepleri 2000'li yıllardan sonra uygulanan faiz politikası, mortgage piyasasında görülen bozulmalar, risk denetiminde ve şeffaflıkta meydana gelen aksaklıklar, menkul kıymetleştirmenin ve türev ürünlerin artması sonucunda mali yapının daha riskli hale gelmesidir. Bu denetimsiz büyüme ortamında konut fiyatlarında reel olmayan spekülasyon artışları yaşanmış ve aşırı fiyat yükselmeleri oluşmuştur. Türev ürünlerin oluşturduğu balon ekonomilerin, zincirleme etki yaparak bir finansal risk ortamı doğurması ve bu durumun reel kesime yansımaları ise kaçınılmaz olmuştur (Işık ve Tünen, 2010: 836). Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile türev ürünlerin hacim olarak artması krizin temel nedeni olarak görülmektedir. Dolayısıyla bu krizi, kredinin değil, ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı, yüksek hacimli türev ürünlerden kaynaklanan bir çeşit kriz (Öztürk ve Gövdere, 2010: 394) olarak görenler olmasına rağmen bu görüşün tam olarak doğruluğunu kabul etmek söz konusu değildir. Çünkü asıl sorunun eşikaltı kredilerde, hem burada aşırı gidilmesinde, hem de türev ürünlerde aynı aşırılığın tekrarlanmasında aranması daha doğru olur. Türev ürünler arasında Özellikle Kredi Temerrüt Swabı (Credit Default Swaps CDS) ve Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations CDO) gibi kredi türevlerinin artması krizin çıkışında temel rol oynamışlardır. Ayrıca bu türev ürünlerin risklerinin yanlış ölçülmesi ve finansal piyasalardaki denetim eksikliği de krizin derinleşmesine etki eden diğer faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır (Işık ve Tünen, 2010: 838).

Dünyanın en büyük yatırımcıları olan ve finans filozofu seviyesine erişmiş George Soros ve Warren Buffet da global finansal krizin teşhisinde aynı görüştedirler. Her ikisine göre de kriz ekonomideki son 25 yılın köpüklenmesinden doğmuştur. Köpüklenmeyi oluşturan ise modern finansın bel kemiği konumundaki doğurgan ve spekülasyon faizdir. Küresel ekonomik krizin bir diğer sebebi de amacından sapan finans kurumlarıdır. Bununla birlikte Krugman (2010) ve Akerlof ve Shiller (2010)'e göre krizi yaratan yalnızca bankaların hataları ya da hırsları değil ekonominin durgunluk eğiliminden kurtarılması için borç kullanma çabalarıdır. İşte asıl sorun, geniş bir borç takviyesi ve spekülasyon finansal varlık yatırımı olmaksızın büyüemeyen bir ekonomidir. Değinen sorunun çözümü için kredi akışının yeniden sağlanması ve harcamaların desteklenmesi önerilmektedir. Bu harcama politikasının sonuçları da artan krediler dolayısıyla türev ürünlerin miktarının aşırı yükselmesine, konut kredilerindeki bozulmalar sonucunda da konut kredilerine dayalı türev ürünlerin değer kaybetmesiyle büyük krize yol açmıştır.

Aslında türev ürünlerin bu boyutta büyütülmesindeki tehlikeyi sezerek buna bir sınır konulması konusunda çeşitli eyaletlerden uyarı ve talepler gelmiş olmasına ve aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilip satılmasına önlem almak istenilmesine rağmen ABD hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar

çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır. Bazı politikacılar Banking Committee, Budget Committee, Countrywide Financial gibi eşikaltı kredi sektöründeki şirketlerle yasal olmayan ilişkilere girmişlerdir (www.bddk.org.tr: 2010).

Bunların dışında, özellikle 2008 küresel finans krizinde karşımıza çıkan ve bir anlamda krizin arka planında yatan en önemli nedeni olarak gösterilen türev ürünler ise kredi türevleridir (Işık ve Tünen, 2010; 848). İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve onlara dayalı türev kağıtları, özellikle mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed Securities MBS) ve teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO), krizin öncelikli çıkış noktalarını oluşturmaktadır (Alptekin, 2009: 14). Mortgage piyasasında sorunlu kredilerin varlığı, düzenleyici yapının dağınıklığı, finansal raporlama sistemindeki hatalar ve ilgili taraflar açısından işleyiş ve zayıflıklar, krizin çıkış noktasını oluşturmuştur (ABD Mortgage Krizi Çalışma Tebliği, 2008: 14).

2000'li yıllarda finansal sistemdeki araçlar açısından en önemli gelişme kredi türevlerinde yaşanmıştır. 1999 yılında, Uluslar arası Swaplar ve Türev Ürünler Birliği (International Swaps and Derivatives Association ISDA)'nin kredi türevlerine ilişkin standartları belirlemesinden sonra bu piyasada önemli gelişmeler gözlenmiştir. Kredi türevleri de dayanak varlık olarak alınan menkul kıymet veya malın fiyatındaki dalgalanmalara karşı oluşturduğu garantiye benzer nitelikte ihraççının performansındaki dalgalanmaya karşı bir garanti oluşturmaktadır. Kredi türevleri bir borç yükümlülüğündeki temerrüt olasılığını ortadan kaldırmak veya transfer etmek için geliştirilmiştir. Diğer türev ürünlerdeki gibi burada da bir karşı taraf ve bir dayanak varlık bulunmaktadır (<http://www.persembe.com>: 2010).

Kredi türevlerinin başlıca türleri, kredi temerrüt takası (CDS), teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO), teminatlandırılmış mortgage yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations - CMO) ve varlığa dayalı menkul kıymetler (Asset Backed Securities - ABS)'dir (Vardareri ve Dursun, 2009: 12). Bunların arasında da CDS ve CDO'lar krizde daha büyük rol oynamışlardır (Işık ve Tünen, 2010; 849).

Türev ürünlerin kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların risk almaları ve bu sebeple de başta kredi türevleri olmak üzere birçok yapılandırılmış ürünün çıkarılmasıdır. Bu ürünler sunulan kaldıraç nedeniyle yüksek karlar elde etme imkanı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün çeşitliliğinin artmasıyla birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, bankacılık sektörünün türev ürünlerde açık pozisyonda olup olmadığıdır (Işık ve Tünen, 2010; 856).

2008 küresel finans krizinin temel sebebi olarak ipotekli kredilerin geri dönüşündeki yavaşlamanın gösterildiği görüşlere ek olarak bu krizi diğer dünya krizlerinden farklı kılan asıl nedenin, klasik bir finans krizi olmaması ve türev piyasaların denetimsiz, karmaşık ölçülemeyen hacmi (Yılmaz, 2009: 4) olduğu da ifade edilmelidir.

## **6. TÜREV ÜRÜNLERİN RİSK YÖNETİMİNDE KULLANILMASI (UTILIZATION OF DERIVATIVE PRODUCTS IN RISK MANAGEMENT)**

Türev piyasalarda temel olarak işlem yapan üç kesim vardır. Bunlar; hedgerlar, spekülörler ve arbitrajcılardır (Hull, 2000: 11). Hedgerlar, türev ürünleri ana kullanım amacı doğrultusunda kullanarak bireylerin ya da kurumların risk transferiyle uğraşan kesimdir. Ama spekülör ve arbitrajcılar türev ürünlerin asıl kullanım amacı dışına çıkarlar.

Hedging enstrümanları ya da türev ürünler, riskten korunma amacıyla



kullanılabileceği gibi, spekülasyon amaçlı olarak da kullanılabilmekle birlikte (Conkar ve Ata, 2002: 2) türev ürünlerin ilk ortaya çıkış amaçları spekülatif olmaktan ziyade koruma üzerinedir. Bu nedenle türev ürünleri tamamen spekülasyon merkezli düşünmek doğru olmayacaktır. Ancak 1990'lı yıllardan sonra bankacılık sisteminin kar marjlarındaki azalma ve yeni piyasa arayışları türev ürün uygulamalarını artırmıştır. Başlangıçta türev ürünlerin yüksek kaldıraç unsuru nedeniyle, bankalara sağladığı yüksek kar marjları, daha çok kazanmak için daha çok işlemi de beraberinde getirmiştir. Bu durum tahminlerin ve hesaplamaların çok daha üzerinde bir finansal bollaşma oluştururken yeni riskleri de ortaya çıkarmıştır. (Kayahan, 2009: 27). Finansal türevler ödünç para veren kuruma ikincil piyasayı kullanarak bu risklerini dağıtma imkanı verir. Böylece finansal sistem içerisinde türev ürünlere riskler dealer'ın (döviz ya da menkul kıymet alım satımcısı) müşterileriyle ya da onların müşterilerinin müşterileri arasında oluşur (Siem, 1998: 9). Dolayısıyla bu riskler aslında başlangıçtan beri finansal sistem içerisinde mevcuttur ve yeni olarak algılanmamalıdır (Kayahan, 2009: 32).

Risikten korunmak için kullanılan türev ürünlerin karmaşık ve çözümlenmesi çok zor olan doğaları gereği taşıdıkları risklerin ne olduğu tam olarak ortaya konmamıştır. Lehman'ın iflası bu süreçte bir dönüm noktası gibidir. Tüm dünya milli gelirinin kat kat üzerinde olan bu pazarın, yakın geçmişte ne tür sorunlar yarattığı Baring Bank'ın çöküşü, M. Scholes ve R. C. Merton'un yönettiği, ki bu kişiler Nobel Ekonomi Ödülü sahibidirler, LTCM adlı hedge fonun 1997'de iflas etmesi, Enron'un türev ürünleri aşırı kullanması sonucunda batması örneklerinde çarpıcı bir şekilde görülmektedir (<http://globalekonomikmonitor.blogspot.com>, 2008a).

BIS rakamlarına göre 650 trilyon \$'lık türev piyasasının %97'si 5 bankanın elinde bulunduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 1): Bu beş banka, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Citigroup ve Bank of America'dır (<http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2010/04/alt-nfiyatlar-nereye-gidiyor.html>, 2010). Bu kadar büyük hacimli türev işlemlerinin sınırlı sayıda bankanın elinde bulunması bu bankalara çok büyük karlar sağlayabileceği gibi işlerin ters gitmesi halinde bir anda hepsinin sonunu getirebilir. Dünya ekonomisinin bile yanında çok küçük kaldığı bu piyasa piyasaların düzgün işlediği zamanlarda herhangi bir tehdit içermemekle birlikte bir ya da birkaç piyasadaki fonksiyon bozukluğu, bu kağıttan kalenin çökmesi anlamına gelmektedir (<http://globalekonomikmonitor.blogspot.com>, 2008a).

Yaşadığımız finansal krizle birlikte yeni kavramlarla tanışmaktayız. Bu kavramlardan birisi de ekonomik "balonlar"dır. Balon, sözlüklerde, gelecekteki nakit akışlarının da fiyatlara ilave edildiği yüksek hacimli ticaret olarak tanımlanmaktadır. Hızlı bir şekilde büyümeye başlayan ekonomi giderek varlık balonlarına bağımlı hale gelmektedir. Hisse senetleri ve konut fiyatlarının aşırı yükselmesi, yüksek miktarda ve yaygın olarak türev ürün kullanılması, düşük faizli krediler ve hesapsız borçlanmalar, spekülatif yatırımlar sonunda bir krizin doğmasına yol açmıştır (<http://globalekonomikmonitor.blogspot.com>, 2008b).

Türev ürünler firmaların risk yönetimi amaçlarına ulaşmalarını sağlamalarına yarayan en etkin araçlardır. Elektrikli bir testerenin yararlı olduğu kadar tehlikeli bir alet olduğu gibi ki bu aleti usta birinin amaca uygun kullanmasıyla büyük faydalar sağlanırken, bir çocuğun elinde ne tür tehlikeler doğuracağı açıktır. Bir silah da öyledir. Türev ürünler de işinin ehli olmayanlar tarafından plansız ve sorumsuzca

kullanıldıklarında büyük zararlara neden olabilirler. Doğru kullanıldıklarında kurumların risk yönetme hedeflerine uymalarını sağlayacaktır. Bir kurumun türev ürünleri kullanıp kullanmayacağı, o kurumun ana hedeflerini baz alan risk yönetimi stratejisi tarafından belirlenmelidir (Perşembe, 2010). Sorumsuz ve plansızca kullanılması halinde zararlar kullananlarla sınırlı kalmayıp bütün dünyayı olumsuz etkileyebilmektedir.

Türev ürünler özellikle risk yönetimi konusunda tüm piyasa katılımcılarına farklı alternatifler sunmaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda bazı büyük sanayi şirketlerinin, ticari firmaların, finansal kurumların ve yerel yönetimlerin türev piyasalarda karşılaştıkları zararlar, profesyonel yatırımcıların da, türev piyasaları dikkatli kullanmamaları, amaca uygun stratejiler seçmemeleri ve etkin bir iç denetim mekanizmasını kurmamaları halinde, büyük zararla karşı karşıya kalabileceğini göstermiştir (Dönmez ve Yılmaz, 1999: 50).

Finansal türev işlemlerinin riskinin bağlı bulunduğu ekonomik değer riskine bağlı olduğu belirtilmelidir. Finansal türev işlemleri yeni bir risk kaynağı olamazlar. Finansal türev işlemleri, var olan risklerin aktarılmasına aracılık ederler. Riskli bir ekonomik değer üzerinden düzenlenmiş finansal türev işlemleri de risklidir. Çünkü daha riskli finansal türev işlemlerinin aktardıkları risk daha büyüktür. Kısacası finansal türev işlemleri riskin kaynağı değil aktarıcısıdır (Sayılğan, 1998: 283). Dolayısıyla asıl sorun türev ürünlerde değil, bu araçların aşırı miktarda ve hatalı kullanımındadır.

Finansal türev piyasalarında verilen kararlar büyük ölçüde tahminlere dayalıdır. Tahminler de piyasaya akan bilgi akışından etkilenmektedir. Hızlı bilgi akışı yatırımcı kararlarını piyasalardaki gelişmelere duyarlı hale getirmektedir. Nakit piyasalarında bir kriz olduğunda bu krizin aktarılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Krizin finansal türev piyasalarına yansımalarıyla birlikte hızla işleyen piyasa, kriz sürecini hızlandırmaktadır. Böyle bir ortamda, bütün gözlerin çevrildiği bir türev piyasaları olduğu için riskin kaynağı türev piyasalarındaymış gibi algılanabilmektedir (Sayılğan, 1998: 292). Ancak gerçek durum böyle değildir. Çünkü, finansal türev işlemlerinin uygulamaya konulduğu borsalarda, nakit piyasasının dalgalanmasının azaldığı, en azından artmadığını gösteren birçok ampirik çalışma bulunmaktadır (Donald v.d., 1995: 292).

#### **7. FİNANSAL TÜREV ÜRÜNLERLE İLGİLİ UYGULAMALAR VE 2008 FİNANSAL KRİZİNDE TÜREV ÜRÜNLERİN OYNADIĞI ROL (APPLICATIONS RELATED TO DERIVATIVE PRODUCTS AND THE ROLE OF DERIVATIVE PRODUCTS ON FINANCIAL CRISIS 2008)**

Özellikle eşikaltı (subprime) mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur (Sakal,2009: 2). Ancak finansal piyasalarda son yıllarda yaşanan krizlerin sorumlusu olarak türev ürünler gösterilmektedir. Asıl sorun türev ürünlerde değil türev ürünlerin amaç dışı, kontrolsüz, spekülasyona açık olarak kullanılmaları ve yetkili otoritelerin yıllardır bir önlem almadan bu duruma göz yummalarıdır. Çünkü türev ürünler aslında değerleri diğer bazı temel varlıklara bağlı olan finansal ürünlerdir. Bu temel varlıklar da hisse senetleri, tahviller, yabancı para, faiz ve emtia olarak sıralanabilir. Bu anlamda türev ürünler, cari piyasalarda işlem konusu olan varlıkların uzantısı (türevi) konumundaki finansal araçlardır (Chambers, 2008).

Türev ürünlerin neden olduğu iddia edilen finansal krizin sebebi

olarak doğrudan türev ürünlerin gösterilmesi yerine türev ürünlerin kullanımı ile ilgili karar alıcıların, bu ürünleri kullananların ve denetleyici ve düzenleyici kuruluşların sorumluluğu üzerinde durmak daha yerinde olur.

İnsan vücudunda kanser belirli hücrelerin sınırsız bir şekilde çoğalması ile ortaya çıkar. Sağlıklı insanda hücre çoğalması bir noktada doğal olarak duraklarken kanserli hücre freni patlamış bir araç gibidir. Bir finansal aracın denetimsiz büyümesi ise kanserleşen hücrelerin yaptığına benzer bir şekilde ekonomik bünyeyi hastalaştırır. Dengesiz büyümenin yol açabileceği zararların son örneği de kredi krizi ile ortaya çıkmıştır.

JP Morgan'ın Amerika'daki türev işlemlerin yarısından daha fazlasını kontrol ettiği daha önce belirtilmişti. Türev ürünlere bağlı yazılan yüksek karlar daha çok türev işlemi beraberinde getirmiştir. Buna bağlı olarak da birçok banka spekülasyon amaçlı işlemlere ağırlık vermiş ve asıl var oluş ya da kuruluş amacının dışına çıkmıştır. Bu sonuç başta bankalar olmak üzere birçok finansal kurumun ve reel sektör firmasının sermaye küçülmesinden ziyade sermaye yapısını asıl faaliyet alanı dışına kaydırmıştır. (Kayahan, 2009: 28).

Uluslar arası Swaplar ve Türev Ürünler Birliği (ISDA) tarafından dünyanın en büyük 500 firmasına türev ürün kullanımı anketi düzenlenmiştir. Buna göre firmaların %92'si risklerden korunmak ve yönetmek için türev enstrüman kullandıklarını belirtmişlerdir. Ankete katılan firmaların 185'i Amerikan, 81'i Japon, 34'ü Fransız, 35'i İngiliz ve 32'si Alman firmasıdır. Bu firmaların risk alanı olarak gördükleri alanlar sırasıyla; faiz, kur ve emtia fiyat riskleridir (Kayahan, 2009: 29).

Bodnar, Marston ve Hayt (1998: 55-87) tarafından yapılan çalışmalarda da Amerikan imalat firmalarının %95'inin döviz kuru riskini hedge etmede, türev ürün kontratlarını kullandıkları saptanmıştır. Bartram, Brown ve Fehle (2003: 1-65) tarafından Amerikan firmalarını da içeren, 48 ülkedeki reel sektör firmalarının türev ürünleri kullanımları üzerine yapılan bir araştırmada; bütün ülkelerin genel olarak %43,6'sının kurlar üzerine türev ürün kontratlarını, %82,5'inin faizler üzerine türev ürün kontratlarını kullandıkları belirlenmiştir. Güngör ve Yılmaz (2006: 465) tarafından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) faaliyet gösteren firmaların risklerini yönetmede türev ürün kullanımları üzerine bir araştırma yapılmıştır. Araştırmada değişen çevre koşulları içerisinde türev ürün kontratlarının risk yönetiminde hayati rol oynadığı belirtilmiştir. Özellikle firmaların yüksek seviyede kur riskine ve düşük seviyede faiz riskine karşı pozisyonları olduğu ve maliyet avantajı nedeniyle, bankalarla ilgili olarak anlaştıkları forward kontratları tercih ettikleri belirlenmiştir. Bunun yanında Türkiye'de 2004 yılında Risk Active finansal danışmanlık firması (Kayahan, 2009: 29) tarafından Türkiye'nin değişik illerinden 103 firmanın risk algılama sonuçlarına göre; kur riskinin %62,1 ile firmalar için en önemli risk unsurlarının başında geldiği belirlenmiştir. Bu riski %23,2 ile emtia fiyat riski ve %14,7 ile faiz riski takip etmiştir. Ankete katılan firmaların %32'si İstanbul, %18'i Bursa, %16'sı Denizli, %14'ü Gaziantep, %11'i Manisa ve %9'u İzmir'dendir. Bu çalışmalardan da görülebileceği gibi kur ve faiz riskleri ve geleceğe yönelik belirsizlikler firmaların türev ürün kullanımına neden olmaktadır (Kayahan, 2009: 30).

Bankaların (katılım bankaları dışında) 2009 yıl sonu toplu bilançosunda yer alan bilgilere göre, türev finansal araçlar toplamı bir önceki yıl sonuna göre %27,8 oranında artarak 246,2 milyar TL'ye

yükselmiştir. Ancak riskten korunmak amaçlı türev finansal araçlar %30 oranında azalırken, alım-satım amaçlı işlemler %36,5 oranında artmıştır. 2009 yılı sonu itibariyle türev finansal araçların yaklaşık %90'ı alım-satım amaçlıdır (Akgüç, 2010: 20). Bankaların 2009 yılı sonu itibariyle türev işlemlerinin tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen bölümü %90 düzeyindedir (Akgüç, 2010: s. 22).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) Başkanı Tevfik Bilgin'e göre (2008) bugünkü krizin temel nedeni olduğu ileri sürülen türev ürünlerin getirisi çok yüksek olduğu için aşırı para kazanmak isteyen yatırımcılara cazip gelmektedir. Hedge fonlar, türev ürünleri hızla çeşitlendirmekte ve daha fazla kazanma hırsını kamçulamaktadır. Ancak bu sentetik fonlar, götürdüğü zaman da her şeyi alıp götürmektedir. Türk bankaları arasında da bu ürünlere ilgi gösterenler olmuştur. Ancak, riskli boyutu görür görmez ilgili bankalar anında uyarılmış ve bu bankalara türev ürünlerin hızla büyüdüğü ve bu ürünlere girilmemesi gerektiği bildirilmiştir. Bugün bu ürünlerin sistemimizdeki payı risk olmayacak boyuttadır.

Türev piyasaların gelişmesi ve geniş kullanım imkanları sunması, yüksek derecede birbirine bağlı küresel bir finansal ilişki ağı oluşturmuştur. Bu ilişki ağı nedeniyle, bir piyasada yaşanan şok artış, bir piyasadan diğer bir piyasaya kolay bir biçimde transfer edilebilir. Bu durum sistemik bir risk oluşumu olarak ifade edilebilir (Kayahan, 2009: 33).

Finansal türev işlemlerinin bilanço ve gelir tablosu dışı işlemler olması da piyasada işlem yapanların gerçek pozisyonlarının finansal tablolarında net olarak görülmesine engel olmaktadır (Sayılğan, 1998: 291). Buna göre türev ürünlerdeki önemli bir sorun da muhasebe ile ilgili olup bu ürünlerin mali tablolarında gösterilip gösterilmemesidir. Bu nedenle türev işlemler konusunda banka düzenleyicilerinin en başta yapmaları gereken, alınan türev ürün pozisyonun daha açık bir şekilde mali tablolarında gösterilmesini sağlamak olmalıdır (Kayahan, 2009: 33). Bilanço dışı işlemlerin bilançoda gösterilmesiyle şeffaflığın sağlanması gerekir.

Ampirik araştırmalar finansal krizle saydamlık arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır (Alantar, 2010: 3). Finansal ürünlerin karmaşık yapısının anlaşılmasındaki zorluklar, asimetrik bilgi sorunu, içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gibi durumlar saydamlığın önünde engel teşkil etmektedirler. Yasal yaptırımlarla suç teşkil eden içeriden öğrenenlerin ticareti engellense bile suç teşkil etmeyen ve çözümü kolay olmayan asimetrik bilgilendirme/bilgilendirme problemine de çözüm bulmaya çalışılmalıdır (Alantar, 2010: 3).

Finansal krizlerin sonucunda özellikle gelişmiş ekonomilerde regülasyon taleplerinin artması söz konusu olmuştur. Hedge fonlar gibi hafif şekilde regüle edilmiş riskli araçlardan geleneksel bankacılık operasyonlarına kadar tüm finans alanında yeni regülasyonlar beklenmektedir. Piyasanın tüm sorunlarını kendiliğinden çözeceği veya self-regülasyonlarla yetinilmesi tezi artık dillendirilmemektedir (Alantar, 2010: 8).

Dikkat çeken ve bu krizi diğer dünya krizlerinden farklı kılan, klasik bir finans krizi olmaması ve türev piyasaların, denetimsiz, karmaşık ve ölçülemeyen hacmidir (Yılmaz, 2009: 4). Ekonomilerin birbirleriyle çok bağımlı hale geldiği küresel ortamda tek tek düzenlemelerin ötesinde koordineli düzenlemeler yapılması ve finansal sistemin, şeffaf ve bağımsız, uluslararası bir yapıda objektif bir denetim yapısına kavuşturulması bir zorunluluk olarak gözükmektedir (Işık ve

Tünen, 2008: 862).

Finansal türev ürünler riskten korunma araçları olduğu halde bu araçları kullanan finans kuruluşlarının büyük zarar ettiği çeşitli örneklerden görülmektedir. Burada akla şu soru gelebilir. Asıl amaçları riskten korumak olan bu türevleri kullanan kuruluşlar neden zararlarla karşılaşmaktadır. Burada zararların finansal türev işlemleri yapmaktan değil, yapılan işlemlerin izlenmesindeki eksikliklerden ve iç kontrolün yetersizliğinden kaynaklandığı saptanmıştır (Sayılğan, 1998: 293).

Derecelendirme kuruluşların verdiği rating notlarının da tartışılması gerekir. Çünkü derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli problem çıkar çatışmalarıdır. Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmaktadır (Alantar, 2010: 4).

Örneğin; ABD’de birçok eyalette aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışı önlenmeye çalışılmış ancak ABD hazinesi bazı büyük bankaların talepleri doğrultusunda federal yasalar çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır. Başka bir örnek hedge fon regülasyon talepleri ile ilgilidir. SEC, 1 Şubat 2006 tarihi itibarıyla Yatırım Danışmanlığı Kanunu kapsamında kayıt yükümlülüğünü getirerek, varlıkları 25 milyon \$’ı veya yatırımcı sayısı 15’i aşan hedge fonların yöneticilerinin kayıt altına girmesini istemiştir. Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu’nun (U.S. Securities and Exchange Commission SEC) risk esaslı bir yaklaşımla çıkardığı bu yeni kural bir hedge fon yöneticisi tarafından mahkemeye taşınmış ve Bölgesel Yüksek Mahkeme Haziran 2006’da SEC’in yeni düzenlemesini iptal etmiştir (Alantar, 2010: 4-5).

Hedge muhasebesi ve türev ürünlerin muhasebeleştirilmesi halen muhasebenin en sorunlu olduğu alanlardandır (Can, 2010b: 26). Mevcut muhasebe sistemleri hedge muhasebesi için başarılı ölçme yöntemleri geliştirememiştir. Türev ürünlerin muhasebeleştirilmesinde sorunlar vardır. Karmaşık bir yapı sergiledikleri için özellikle finansal varlıklar doğru ve sağlıklı biçimde fiyatlanıp değerlendirilememekte, aşırı değerlendirme uygulamalarının önüne geçilememektedir. Bu nedenle finansal balonlar veya köpüklerin oluşmasına seyirci kalınmakta ve adeta bunların patlaması izlenmektedir. Özellikle türev ürünlerle ilgili şeffaf olmayan muhasebe uygulamaları veya bilanço dışılığın ekonomik krizde rol oynadığı düşünülmektedir (Can, 2010a: 7-8). Örneğin 1908 yılında kurulan General Motors (GM) 2008 yılında iflas masasına düşmeden önce gerçekte 3 milyar \$ zarar ettiği halde değerlendirme kurallarının verdiği seçenekler ve esnekliklerden yararlanarak Amerikan muhasebe kurallarına tamamen uygun biçimde 2006 ilk çeyreği için 1 milyar \$ kar açıklamıştır (Aysan, 2009).

## **8. TARTIŞMA VE GENEL DEĞERLENDİRME (DISCUSSION AND A GENERAL REVIEW)**

Küreselleşmenin finansal piyasalardaki yansıması olan ve fonların akışının hızlanmasını sağlayan serbestlik ve deregülasyon politikalarının sonucunda son yıllarda en çok göze çarpan bir gelişme de finansal türev ürünlerdeki olağanüstü artış olmuştur. Finansal bir araç olan türev ürünlerin en önemli özelliği, aslında bu ürünlerin kendilerinin bir değeri olmayıp, değerlerinin temsil ettiği varlığa, turedikleri ve dayandıkları aktiflere bağlı olmasıdır.

Bu gelişmelerin sonucunda ABD’de 2000’li yılların başlarından itibaren faizi yüksek konut kredilerine dayanılarak yeni türev ürünler üretilmiştir. Artan konut kredilerine paralel olarak belirtilen bu türev

ürünler hızla yüksek miktarlara ulaşmıştır. Ancak bu gidişin bir sonu olmalıydı ve nihayet, düşük kaliteli konut kredileri geri dönmeye başlayınca saadet zinciri koptu. Önce, hem konut kredisi veren finansal kuruluşlar, hem bu kredileri kullanan vatandaşlar, hem konut satan kesim hem de türev ürünlerin alım-satımı yoluyla kar eden yatırım kuruluşları hayatından memnundular. Ne var ki, işin dozu kaçırılmış, bardak taşırılmıştı. Durulması gereken yer bilinemedi. Konutların kredileri ödenmemeye başlanınca ipotekli konutlar satışa çıkarıldı ama konut fiyatları da bu sırada hızla düştüğü için kredi kullananların evlerinin değerleri borçlarını kapatmaya yetmeyecek kadar düştüğünden borçların ödenmeme eğilimi başladı. Sonuçta eşik altı mortgage kredilerine dayalı olarak çıkartılan türev ürünlerin değerinin iyice düşmesiyle bu değerleri satın alan kuruluşlar iflas ettiler ya da iflasın eşiğine geldiler. Bir kısmını devlet kurtarmaya çalıştı ama kriz de bu arada dünyaya yayıldı.

Türev ürünlerin küresel krizin sorumlusu olarak gösterilmesinin haksızlık olacağını düşünüyoruz. Çünkü bu araçların temeli İ.Ö. 1700-1800 yıllarına kadar dayanmakta ve riski azaltmak amacıyla kullanılmaktadır. Kullanımın dozu kaçırılınca Buffet'ın ifadesiyle "finansal kitle imha silahları" na dönüşmektedir. Hayatımız için önem arz eden pek çok konunun - gıda, ilaç vb. - aşırıya kaçılması, yani dozunun aşılması halinde neden olabileceği sorunları tahmin edebiliriz. Aynı şekilde krizin asıl sebebi olarak türev ürünlerde aşırıya kaçılmış olduğunu söyleyebiliriz. Çünkü son yıllarda türev ürünlerin hacmindeki yüksekliği reel ekonomideki yükselişten kat kat fazla olmuş ve dünyanın toplam reel üretiminin 10 katından fazla bir değere ulaşmıştır.

Türev ürünler üzerindeki denetimin artırılması gerektiği ve bu ürünlerin kullanımının denetimsiz bırakılması halinde piyasalarda yeniden bir çöküş olabileceğine dikkat çekilmesi gerekmektedir. Bu görüşü, endişeli bir şekilde taşıyanlardan birisi de Templeton Fonunun sahibi ünlü yatırımcı Mark Mobius'tur (www.stargazete.com, 2009). Mobius'a göre "birkaç yıldır yaşadığımız kıyamet türevlerden kaynaklanmıştır. Türev ürünlerin büyüklüğünün piyasa istikrarına büyük tehdit oluşturduğuna ve türev piyasasının 600 trilyon dolarla dünya gayrisafi hasılasının 10 katı olduğunu ifade eden Mobius, son yıllarda yaşanan iflaslar nedeniyle şirketlerin ellerinde ne bulunduğunu bilmediklerini ve anlaşmaları dikkatlice okumadıklarını kaydetmektedir. Bir yatırımcı olarak beni en çok endişelendiren şey bir şirketin kayıtlarında ne olduğunu bilmemektir. (www.stargazete.com, 2009).

## 9. SONUÇ VE ÖNERİLER (CONCLUSION AND SUGGESTIONS)

Finansal krizler esas itibarıyla aşırılıklardan kaynaklanmaktadır. Özellikle parasal/finansal aşırılıklar zaman zaman krizlere yol açmaktadır. Olağandışı düşük faiz oranları, aşırı ölçüde gevşek para politikası, diğer balonlarda olduğu gibi konut probleminin oluşmasına yol açmıştır.

ABD Mortgage krizinde borçlulardan kredi veren kuruluşlara (çünkü eşikaltı mortgage kredilerinin riski bilindiği halde finansal kuruluşlar bu kredileri vermeye devam ediyorlar), menkul kıymet ihraç edenlerden kredi derecelendirme ve yatırımcılara kadar tüm mortgage piyasası taraflarının sorumlu olduğu görülmektedir.

Bu çalışmanın tamamı dikkate alındığında küresel krizin çıkış sebepleri arasında mortgage kredilerine dayalı türev ürünlerin önemli bir katkısı olduğu bir gerçektir. Ancak burada vurgulanması gereken, sorumluluğu sadece bu araçlara yükleyerek bazı kesimlerin sorumluluktan kurtulamayacağı gerçeğidir. Çünkü her şeyin bir sınırı vardır. Normal

sınırları içinde kullanıldığında hayat kurtaran bazı şeyler sınır aşıldığında öldürücü olabilmektedir. Bu nedenle mortgage krizinde türev ürünlerin salt suçlu olarak gösterilmesi yerine bu ürünleri kullanan kesimlerin davranışlarının sorgulanması gerekmektedir.

Türev ürünlerin neredeyse tamamının çok az sayıdaki finans kuruluşları tarafından kullanılıyor olması, büyük finans kuruluşlarının bu işlemlerden kar etmesi halinde kendi hanelerine, zarar etmesi halinde ise tüm dünyaya yazılması söz konusu olmuştur. Büyük miktarda türev ürünün az sayıda finansal kuruluş tarafından satın alınması aslında risk dağıtma ilkesine aykırıdır. Çünkü riski dağıtmak isterken aslında az sayıda kuruluşa devredilmiştir.

Benzer sorunların tekrar yaşanmaması için alınabilecek bazı önlemler de şöylece belirtilebilir:

Finans kuruluşlarının denetiminde etkinliğin sağlanması, muhasebe sistemlerinin iyileştirilmesi ve denetim mekanizmasının revizyona tabi tutulması, kredi derecelendirme kuruluşlarının kararlarında objektifliğin sağlanması, finans piyasalarının etkin piyasalar hedefi doğrultusunda yeniden düzenlenmesi gibi önlemler bu tür krizlerin önlenmesinde çözüm olabilir. Krizlerin yetkili merciler tarafından zamanında teşhis edilmesi sonucunda tamamen önlenemeseler bile etkilerinin azaltılması mümkün olabilir.

Bunların dışında piyasalara güven sağlamak ve piyasaların sürekliliğini sağlamak için piyasalarda asimetrik bilgi sorununun çözülerek yatırımcı kesimlerin piyasalar hakkında yeterince bilgilendirilmesinin sağlanması.

Piyasalar ve yatırımcı/finans kuruluşlarının faaliyetleri hakkında şeffaflığın ve iyi bir denetim mekanizmasının kurulmasının sağlanması.

Piyasaların ihtiyaçlarını karşılayacak muhasebe uygulamalarının ve işlemlerinin kontrol ve denetim sistemlerinin sağlıklı bir şekilde kurulması, rating şirketlerinin etik davranmaları için gerekli yaptırımların uygulanması alınabilecek önlemler arasındadır.

#### **KAYNAKLAR**

1. Acar, M., (2009), "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri", Çerçeve Dergisi, Sayı 50, Mart, ss:18-25.
2. Akerlof George A. ve Robert J. Shiller, (2010), Hayvansal Güdüler, Scala Yay., İstanbul.
3. Akgüç, Ö., (2010), "Bankacılıkta Gelişmeler ve 2010 Yılına Bakış", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı. 47, ss:14-27.
4. Alantar, D., (2010), "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", [www.finanskulup.org.tr/.../maliefinans/.../Doğan\\_Alantar\\_Kuresel\\_Finansal\\_Kriz\\_Nedenleri\\_Sonuçları\\_MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/.../maliefinans/.../Doğan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuçları_MFY81.pdf), (E. T. 07.11.2010).
5. Alptekin, E., (2009), "Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü", AR-GE Bülten, Nisan, Ekonomi, ss:11-16.
6. Aşıkoğlu, R. ve Kayahan, C., (2008), "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt.X, Sayı II, 2008, ss:157-179.
7. Aubert, D. ve Solli A.S., (2007), Financial Derivatives Market for Grid Computing, Norwegian University of Science Technology Master Thesis, Geneva.
8. Aysan, M.A., (2009), "Küresel Ekonomik Krizler ve Muhasebe Standartları", TMUD, [www.tmud.org.tr/UserFiles/File/AYSANSUNUM.ppt](http://www.tmud.org.tr/UserFiles/File/AYSANSUNUM.ppt) (01.12.2009), (E. T. 07.10.2010).

9. Balvinder, S.S., (1995) "Financial derivatives: applications and policy issues". Business Economics. FindArticles.com. 10 Dec. 2008. [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m1094/is\\_n1\\_v30/ai\\_16349029](http://findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_n1_v30/ai_16349029), (E.T. 07.11.2010).
10. Bank for International Settlement, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, Basle, May, 1996, s. 24.
11. Bartram, S.M., Brown, G.W., and Fehle, F.R., (2003), "International evidence of financial derivatives usage", Lancaster University, University of North Carolina, University of South Carolina, working paper.
12. Bilgin, T., (2008), "Bankaları Uyardık", Bugün Gazetesi, <http://www.bugun.com.tr>, (E. T. 07.10.2010).
13. Bodnar G., Marston R., and Hayt G., (1998), "Wharton 1998 Survey of Risk Management by USA.
14. Can, A.V., (2010a), "Muhasebe Ekonomik Terörün Bir Aracı Olabilir Mi?" Akademik Bakış Dergisi, Sayı: 19, Ocak, Şubat, Mart 2010, ss:1-9. <http://www.akademikbakis.org>, (E.T: 07.10.2010).
15. Can, A.V., (2010b), "Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi", Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 97, ss:21-47.
16. Canbaş, S. ve Doğukanlı, H., (2001), Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar Ve Sermaye Pazarı Analizleri, Beta Yayıncılık, İstanbul.
17. Chambers, N., (2008), "Özünde Türev Ürünler Masumdur", <http://finans.ekibi.net/forum/ozunde-turev-urunler-masumdur-t-2331.html>, (E. T. 21.09.2010).
18. Çonkar, K. ve Ata, A., (2002), "Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünler: Gelişmiş Ülkeler Ve Türkiye'de Kullanımı" Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi Cilt IV, ss:1-17.
19. Davidson, P., Wiseman, P., and Waggoner, J., (2010), "Derivatives, What went wrong?", USA Today, [http://www.usatoday.com/money/companies/regulation/2010-06-25-fixed-or-not\\_N.htm?loc=interstitialskip](http://www.usatoday.com/money/companies/regulation/2010-06-25-fixed-or-not_N.htm?loc=interstitialskip), (E.T: 01.10.2010).
20. Dönmez, Ç.A. ve Yılmaz, M.K., (1999), "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?", İMKB Dergisi, 3(11), ss:49-81.
21. Donald L.H., (1995), "Derivatives: Debate of the State". Chicago Merchantile Exchange, October.
22. Farrell P.B., (2008), Derivatives the New "Ticking Bomb", <http://www.marketwatch.com>, (E.T. 07.10.2010).
23. Güngör, A.İ., Yılmaz, C., ve Yılmaz, M.K., (2006), "Do The Derivatives Help the Companies to Manage Their Risk?: Evidence From the Istanbul Stock Exchange", International Finance Symposium May, 25-26, Marmara University, İstanbul, ss:465-474.
24. <http://www.ft.com/home/europe>, Financial Times, (E.T:21.08.2007).
25. <http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2008/12/en-byk-balon-trev-rnler.html>, "En büyük balon: Türev Ürünler", 10.12.2008, (E. T: 01.10.2010).
26. <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm>, (E.T: 20.10.2010).
27. <http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2010/04/altn-fiyatlar-nereye-gidiyor.html>, (E.T: 07.11.2010).
28. <http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2008/11/balon-ekonomisi-hikayesi.html>, (E.T: 07.11.2010).
29. <http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/türkçe/.../Yıl...5390/ASLAN-sunus.pdf>, (E.T: 20.10.2010).
30. <http://www.federalreserve.gov/econdata/deult.htm>, (E.T.:20.10.2010).



31. <http://www.riskfree.com.tr/documents/CreditSwap.pdf> (E.T.20.10.2010)
32. <http://projects.exeter.ac.uk/RDavies/arian/scandals/derivatives.html>, (E.T: 12.01.2009).
33. <http://www.stargazete.com>, 23.09.2009. (E. T: 20.10.2010).
34. Hull, J.C., (2000), *Options, Futures, & Other Deriatives*, Fourth Edition, Prentice Hall International Inc., U.S.A.
35. Işık, N. ve Tünen, T., (2010), "Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finans Krizindeki Rolü", Turgut Özal Uluslar Arası Ekonomi Ve Siyaset Kongresi - I Küresel Krizler Ve Ekonomik Yönetişim, 15-16 Nisan 2010, Malatya, ss:836-866.
36. Kayahan, C., (2009), "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 16(1), ss:23-37.
37. Korkmaz, T., (2001), "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", İMKB Dergisi, Sayı 17., ss:71-78.
38. Krugman, P., (2010), *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, 6. Basım, Literatür Yay., İstanbul.
39. Martino, D.D. and John, V.D., (2007), "The Rise and Fall of Subprime Mortgages", *Economic Letter-Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas*, Vol 2, No. 11, November Federal Reserve Bank of Dallas, <http://dallasfed.org/2007>, (E. T:0.10.2010).
40. Öztürk, S., ve Gövdere, B., (2010), "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", SDÜ. İ.İ.B.F., Dergisi, C. 15, S. 1. ss:377-397.
41. Oldani, C., (2008), *Governing Global Derivatives, Challenges and Risks*, Ashgate Publishing Company, Hampshire, England.
42. Perşembe, A., (2010), "Türev Enstrümanları Kim Kullanmalı", <http://finans.ekibi.net/forum/turev-enstrumanlari-kim-kullanmali-ali-persembe-t-5550.htm>, (E. T: 10.10.2010).
43. Sakal, M. ve Şahin, E.A., (2009) "Küresel Mali Kriz Ekonomide Paradigma Değişiminin Sinyali Mi?" <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/kalkinma/kalkinma5.pdf>, (E. T: 11.10.2010).
44. Sayılğan, G., (1998), "Finansal Türev Piyasalarındaki Riskler", *Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt:53, Sayı:1-4, Aralık 1998, ss:279-296.
45. Siems, T.F., (2008), "10 misconceptions about financial derivatives". USA Today (Society for the Advancement of Education). [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m1272/is\\_n2634\\_v126/ai\\_20409125](http://findarticles.com/p/articles/mi_m1272/is_n2634_v126/ai_20409125), (E.T: 07.10.2010).
46. Vardareri, A.D. ve Gülten, D., (2009), "Finansal Kriz, Yansımaları Ve Değişimin Zorunluluğu", [http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri\\_Dursun\\_econanadolu2009.pdf](http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri_Dursun_econanadolu2009.pdf), (E.T: 18.10.2010).
47. Yavilioğlu, C. ve Delice, G., (2006), "Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme", *Maliye Dergisi*, Sayı:151, ss:63-84.
48. Yılmaz, D., (2009), "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan\\_gazici.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_gazici.pdf), (E.T: 11.09.2010).
49. Yurtsever, H., (2008), *Kapitalizm ve Kriz*, <http://www.ivmedergisi.com/kapitalizm-ve-kriz.html>, (E. T: 12.10.2010).