

GLOBAL FİNANSAL SİSTEM ETKİLEŞİMİYLE TÜRKİYE’NİN TÜREV PİYASA GÖRÜNÜMÜ

*Prof.Dr. Rıza AŞIKOĞLU**
*Yrd.Doç.Dr.Cantürk KAYAHAN***

ÖZET

Günümüz dünyasında ülkelerin en büyük mücadelesi hakim ekonomik güç olabilmek üzerinedir. Finansal sistemde yaşanan hızlı teknolojik gelişim ve değişim, her geçen gün ülkelerin birbirine daha çok bağımlı olduğu bir ekonomik düzen yaratmakta ve yatırımcıların karşı karşıya olduğu riskleri çeşitlendirmektedir. Bu süreçte finansal sistemi etkileyen temel değişkenlerin başında türev piyasalar gelmektedir. Türev piyasalar, özellikle 1990’lı yıllardan sonra tüm dünyada hızlı bir biçimde gelişerek, bireysel ve kurumsal yatırımcılar için hayati önem taşımaya başlamıştır. Temel fonksiyonları doğrultusunda kullanıldığında, ekonomik sistemin işleyişini kolaylaştıran, daha istikrarlı bir yapıya dönüştüren ve etkin bir risk yönetimi sağlayan bu piyasalar; spekülasyon amacıyla kullanıldığında, yatırımcılarının büyük kazanç ya da kayıplarla karşılaşmalarına neden olmaktadır. Çalışmada global finansal sistem türev ürün bazlı değerlendirilmiş ve Türkiye’nin türev piyasa görünümü ortaya konulmaya çalışılmıştır.

ABSTRACT

Nowadays, countries are struggling on being dominant economic potential. The rapid technological development and change appearing in the financial system create an economic order in which countries are more dependent to each other every passing day and diversify the risks of investors. In this process, derivative markets become the main basic variable affecting financial system. Derivative markets together with their fast developments especially after 1990s in the world have great importance for individual and institutional

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, Bolvadin M.Y.O.

investors. In fact, when they are used according to their main functions, they ease the process of economic system, transform it to more stable structure and provide efficient risk management. If they are used for the aim of speculation, they can cause big earnings or losses for investors. In this study, global financial system related with derivative products is evaluated and the situation of derivative markets in Turkey is presented.

GİRİŞ

Globalleşme kavramı, günümüzde yaygın olarak kullanılan ve içinde bulunulan sektöre göre farklı anlamlar ifade edebilen bir kavramdır. Ancak finansal sistem için globalleşmenin en önemli özelliği; finans-kapitalin serbest dolaşımını sağlayabilmesidir (Soros, 2003: 2). İlk finansal globalleşme dönemi telgraf'ın icadıyla 1914'ün sonlarında başlamıştır. Aslında 1910'larda uluslararası sermaye piyasaları 1970'lerden daha açık bir yapıdaydı. Bugün ise dünya finansal sistemi globalleşmenin ikinci önemli dönemini yaşamaktadır. Bu dönemde dünya finansal piyasaları önceki dönemlerinden çok daha açık ve yalın bir yapıdadır. Özellikle bu süreç içerisinde türev enstrümanlara dayalı finansal araçların kullanımında patlama olmuştur. Bunun yanında bu enstrümanlardan çıkartılan Black Scholes fiyatlama modeli ve Modigliani ve Miller'ın firma değerini belirlemeye yönelik bakış açıları da önem kazanmıştır. Buradan hareketle son yıllarda finansal sistemi oluşturan piyasalar içerisinde vadeli işlem piyasaları ya da türev piyasalar, finans dünyası için artan derecede önemli hale gelmiştir. Finansal globalleşme, 1930'lu yıllardan sonra özellikle II. Dünya savaşından bu yana endüstrileşmiş ülkeler arasında arzu edilen bir amaç olarak gösterilmesine rağmen, İngiltere 1980'lerin başlarında ve Fransa da 1980'lerin sonlarında sermaye kontrollerini tamamen kaldırmışlardır. Bu sürecin neden bu kadar uzun sürdüğü ise düşündürücüdür. 1990'lı yıllar global sermayenin hızla el değiştirdiği ve buna bağlı olarak ülkelerin bir takım ekonomik çıkmazlar yaşadığı yıllar olmuştur. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM -Exchange Rate Mechanism) Krizi (1992), Güney Doğu Asya ülkeleri (1994), Latin Amerika ülkelerinde yaşanan

krizler (1995), Rusya (1998) ve Brezilya (1999)'da yaşanan ekonomik krizlerde olduğu gibi.

Çalışmada finansal sistem döngüsünün en çok dikkat çeken ve tartışılan alanlarından birisini oluşturan türev piyasalar, dünya ve Türkiye perspektifinde değerlendirilmiştir. İlave olarak Türkiye'nin türev piyasa görünümü bankalar ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) kapsamında ayrıntılı olarak sunulmuştur.

A) TÜREV PİYASALARA GENEL BAKIŞ

Türev ürünler, değerleri diğer varlıkların değerlerine bağlı olan finansal enstrümanlar (Hull, 2000: 1) biçiminde tanımlanmaktadır. Bu enstrümanlar döviz, faiz, altın, emtia, hisse senedi gibi bir çok finansal unsur üzerine düzenlenebilmekte ve bu enstrümanların işlem gördüğü kontratlar; futures, opsiyon, swap ve forward biçiminde ifade edilmektedir. Bu kontratların kullanım amacı, finansal bir ürün ya da varlığın gelecekteki fiyat belirsizliğinin veya değişkenliğinin azaltılması ya da kontrol altına alınmasıdır.

Türev piyasa ya da vadeli piyasalara yönelik bilinen ilk işlem, M.Ö. 5 yy'da Anadolu'lu bilge Thales tarafından zeytin rekoltesinin tahminine yönelik uygulanmıştır. Buna karşın dünyada vadeli işlem piyasalarına yönelik ilk organize işlemler 19. yüzyılda olmuştur. Bu kapsamda ilk düzenli vadeli işlemler borsası Chicago'da 1848 yılında kurulmuş ve bu borsayı 1972 yılında vadeli işlemler üzerine kurulan New York pamuk borsası takip etmiştir.

Türev piyasaların varlığının temel koşulu, piyasada işlem gören finansal varlık ya da mal fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olmasıdır (Özalp, 2003: 13). Bu kapsamda 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. Spekülörler, türev enstrümanların özellikle spekülasyon amaçlı kullanıma oldukça müsait olması nedeniyle; bir varlığın gelecekteki fiyatına yönelik yatırımda bulunarak kazanç ya da kayıpla

karşılaşmayı beklemektedirler. Bu kesim için ana amaç, türev ürünlerin kaldıraç etkisinden faydalanmaktır. Ancak unutulmamalıdır ki tahminler ters yönde geliştiğinde kayıplar da kaldıraç etkisine maruz kalabilecektir. Örneğin, 1990'lı yıllarda Procter&Gamble, Orange Country (1994), Metallgesellschaft (1994), Baring's (1995), ve son olarak Amaranth (2006) gibi uluslararası arenada faaliyet gösteren kuruluşlar türev işlemlerden kaynaklanan büyük kayıplarla karşılaşmışlardır. Finansal piyasalarda yaşanan bu kayıplar tüm dikkatleri türev işlemler üzerine çekmiştir. Hatta bazı finansal olmayan organizasyonlar gelecek planlamalarındaki türev ürün kullanım oranlarını azalttıklarını açıklamışlardır. Son olarak arbitrajcular ise, aynı ürünün farklı bölgeler ya da piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından kazanç sağlamaya çalışan yatırımcılardır.

Finansal risklere karşı türev enstrümanların kullanımı, finansal piyasalarda dışsal hedging (external hedging) olarak ifade edilmektedir. Bunun yanında firmalar içsel hedging (internal hedging) olarak ifade edilen diğer yöntemleri de kullanabilmektedirler. İçsel hedging yöntemleri; netleştirme, ön ödeme, leading and lagging¹, uzun vadeli yapısal değişiklikler, fiyat ayarlamaları, varlık ve borç yönetimidir (Popov ve Stutzmann, 2003: 19). Türev enstrümanların gelişmediği ülkelerde, içsel yöntemlerin kullanılması bir anlamda zorunluluk arz etmektedir. Çünkü diğer alternatif finansal araçlar çok sınırlıdır. Gelişmiş piyasalarda ise, daha az maliyetli ve daha az zahmetli olduğu için ağırlıklı olarak; forward, future, opsiyon ve swap kontratları şeklinde dışsal hedging teknikleri kullanılmaktadır.

Firmaların veya finansal kurumların dışsal hedging teknikleri olan türev ürünleri kullanma nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Akgüç, 1997: 696; Selvi, 2000: 7; Özalp, 2003: 5):

- Dünyanın çeşitli finans pazarları arasındaki arbitraj fırsatlarından yararlanarak kaynak maliyetlerini düşürmek,
- Faiz ve döviz kurlarındaki beklenmeyen değişmelerin doğurduğu riski önlemek veya azaltmak,

¹ Uluslar arası ticaret yapan kişilerin, döviz kurlarında beklenen değişikliklere karşı gösterdikleri tepki sonucu giriştikleri etkinliklerdir.

- Borçlanma kapasitesi ve likidite düzeyini artırmak,
- Mevcut varlık veya yükümlülükleri ve kesin döviz taahhütlerini riskten korumak,
- Bağlı şirketlerdeki net yatırımları riskten korumak ve spekülasyon amacıyla vadeli kontratları kullanmak,
- Sermaye piyasalarını tamamlamak ve fiyat sinyallerinin etkinliğini artırmak.

B) DÜNYADA FİNANSAL SİSTEM DÖNGÜSÜ VE TÜREV PİYASALAR

Dünya finansal sisteminin işleyişinde en büyük yoğunluk döviz piyasalarındadır. Dünya döviz piyasalarının BIS (Bank For International Settlement) verilerine göre ortalama günlük işlem hacmi, 2007'de 2004 yılına göre % 71 gibi büyük bir artışla; 1.8 trilyon \$'dan 3.2 trilyon \$'a yükselmiştir. İkinci geniş tabanlı artış, döviz kuru swap'larındaki büyümedir. Buradaki artış önceki 3 yıllık periyoda göre % 82 artışla 944 milyar \$'dan 1.7 trilyon \$'a yükselmiştir. Döviz kuru swap enstrümanlarının kullanımındaki bu artış ana hedging aktivitelerindeki değişimi açıklar. Bunun yanında forward kontratlardaki büyüme de % 74 artışla 208 milyar \$'dan 362 milyar \$'a önemli bir sıçrama göstermiştir. Buna karşın spot piyasalarda kabaca % 62 artış önceki 3 yıllık periyoda göre çok değişmemiştir. Geçmiş 3 yıllık periyoda göre döviz kuru kompozisyonu önemli ölçüde çeşitlenmiştir. Ancak yabancı döviz kuru işlemlerinin coğrafi dağılımı önemli derecede değişmemiştir. Dolar/euro çifti en çok kullanılan kur paritesi olmasına rağmen, en büyük dört kuru (dolar, euro, yen ve pound) dünya ticaretindeki payı düşmüştür. Özellikle en büyük düşüş dolar/yen çiftinde yaşanmıştır. Buna karşın Avustralya ve Yeni Zelanda kurları yüksek getirileri ile yatırımcıların dikkatlerini çekmiş ve en fark edilir artış gösteren kurlar olmuşlardır. Çin'in hızla büyümesi Hong Kong dolarını da cazip hale getirmiştir (BIS, 2007: 2). Daha da dikkat çekici nokta ise gelişmekte olan piyasa kurlarının toplam döviz işlem hızındaki payı Nisan 2004'de % 15'den daha az iken, Nisan 2007'de % 20 seviyelerine yükselmiştir. Dünya

piyasalarında global ortalama günlük döviz işlem hızlarının yıllar itibariyle gelişimi Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Global Döviz Piyasaları Dönüş Hızı (milyar \$).
(Nisan ayı ortalama günlük işlem hızı)

Yıllar	1998	2001	2004	2007
Spot işlemler	568	387	621	1.005
Forward işlemler	128	131	208	362
Kur swapları	734	656	944	1.714
Raporlarda tahmini boşluk (açık)	61	26	107	129
Toplam geleneksel işlem hızı	1.490	1.200	1.880	3.210

Kaynak: BIS, 2007: 4.

Dealer raporları ile finansal olmayan kurumların işlemleri (hedge fonlar, emeklilik fonları (pension fund), yatırım fonları (mutual fund), sigorta fonları Nisan 2004 ile Nisan 2007 arasında önemli oranlarda artış gösterirken, yabancı paranın coğrafi dağılımında önemli bir artış görülmemiştir. Ana finansal merkezlerle diğer ülkeler arasında; ABD ve Japonya’nın payı düşerken, Singapur, İsviçre ve Birleşik Krallığın piyasa payı artmıştır.

Dünya tezgah üstü türev piyasalardaki aktivitenin Nisan 2007’de daha canlı olduğu görülmektedir. Örneğin, tezgah üstü döviz ve faiz oranı kontratları Tablo 2’de izlenebileceği gibi 2004 yılına göre % 74 artış göstererek, 2.4 trilyon \$’dan 4.2 trilyon \$’a ulaşmıştır. Buna göre türev piyasaların 1995’den beri artışı ortalama % 14 iken, yıllık bileşik büyüme oranı % 20 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Tablo 2. Global Tezgahüstü Türev Piyasa Dönüş Hızı
(Nisan ayı günlük ortalama işlem hızı (milyar \$))

	1998	2001	2004	2007
Döviz kuru dönüş hızı	959	853	1.292	2.319
Forward ve döviz swapları	862	786	1.152	2.076
Kur swapları	10	7	21	32
Opsiyon	87	60	119	212
Faiz oranı dönüş hızı	265	489	1.025	1.686
FRAs	74	129	233	258
Swap	155	331	621	1.210

Opsiyon	36	29	171	216
Tahmini Açık	39	43	93	193
Toplam	1.265	1.385	2.410	4.198

Kaynak: BIS, 2007: 14.

Türev enstrümanların işlem hacmi, standart özellikler taşıyan ve organize borsalarda işlem gören kontratlarda tezgah üstü piyasalara göre daha fazladır. Organize borsalar bünyesinde enstrüman türlerinden endekse dayalı enstrümanlar hem futures sözleşmelerinin hem de opsiyon sözleşmelerinin işlem hacmi sıralamasında ilk sırayı almakta, bu enstrümanı faiz ve kur'a dayalı enstrümanlar takip etmektedir. Türkiye'de VOB bünyesindeki enstrümanların sıralaması Türkiye türev piyasa görünümü içerisinde gösterilmiştir. Organize türev piyasaların kontrat miktarı bakımından dünyadaki dağılımı Tablo 3'de gösterilmiştir. Buna göre kontrat miktarı bakımından opsiyon kontratları daha fazla iken, 2006'dan 2007'ye geçişte artış hızı olarak opsiyonlar % 24,88 artarken, futures işlemler % 31,94 ile daha etkin olmuştur. Futures işlemlerde 2005 yılında 4.034 milyon kontrat alan sayısı 2006 yılında 5.282 milyon kontrata % 30.85 oranında artış göstermiştir. Opsiyonlar ise 2005 yılında 5.939 milyon kontrat sayısı 2006 yılında 6.579 milyon kontrata % 10,79 oranında artış göstermiştir. Bu verilere göre 2007 yılında türev araç kullanım yüzdelerinin önceki dönemlere göre arttığı söylenebilir.

Tablo 3. Organize Borsalarda Kontrat Bazında Global Türev İşlem (adet).

	2007	2006	% değişim
Futures	6,970,033,370	5,282,818,430	% 31,94
Opsiyon	8,216,637,460	6,579,394,595	% 24,88
Toplam	15,186,670,830	11,862,213,025	% 28,03

Kaynak: FIA, 2008: 16.

Tablo 4'de türev ürünlerin dünyada organize borsalar bünyesindeki dağılımları verilmiştir. Buna göre özellikli hisse, endeks, faiz, enerji ve metal piyasa kontratları büyüklük bakımından dikkat çeken enstrümanların başında gelmektedir.

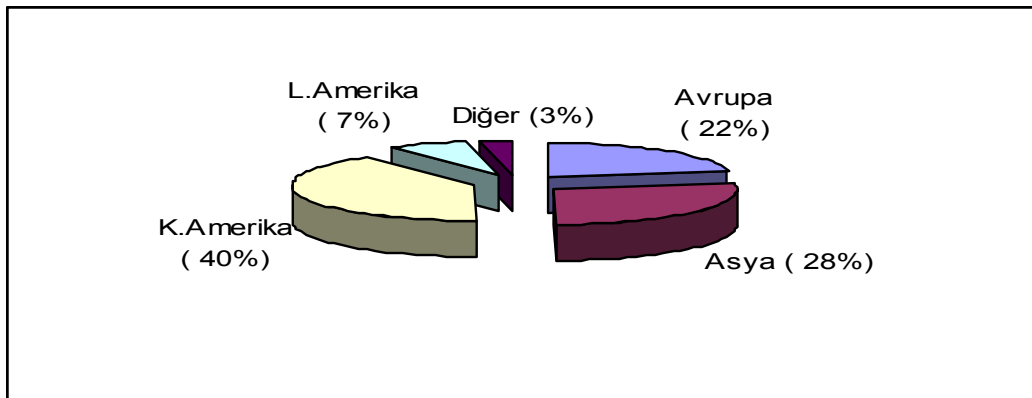
Tablo 4. Organize Türev Borsalardaki Enstrümanlara Göre Dağılım (adet).

Kategori	2007	2006	% değişim
Endeks	5,616,816,347	4,454,222,902	% 26,10
Özellikli Hisse	4,091,923,113	2,876,486,897	% 42,25
Faiz oranı	3,740,876,650	3,193,410,504	% 17,14
Tarım	645,643,564	489,031,853	% 32,02
Enerji	496,408,289	385,965,150	% 28,61
Kur	334,707,898	240,053,180	% 39,43
Kıymetli metal	105,092,237	102,298,908	% 2,73
Endüst. metal	150,976,113	116,383,437	% 29,72
Diğer	4,226,619	4,360,194	% -3,06
Toplam	15,186,670,830	11,862,213,025	% 28,03

Kaynak: FIA, 2008: 16.

Dünyada türev ürün kullanımına bakıldığında Kuzey Amerika % 40 ile en başta yer almaktadır. Bu dağılımı Asya Pasifik ve Avrupa bölgeleri izlemektedir. Tablo 5’de organize borsalarda işlem gören türev ürünlerin dünyadaki bölgesel dağılımları gösterilmiştir. Tablo 6’da ise bu bölgelerde işlem gören kontrat miktarları 2006 ve 2007 yıllarına göre karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 5. Organize Borsalardaki Türev Ürünlerin Bölgesel Dağılımı (%)



Kaynak: FIA, 2008: 16.

Tablo 6. Dünyada Organize Türev Borsalarındaki Kontratları Bölgesel Dağ.

Bölgeler	2007	2006	% değişim
Asya Pasifik	4,186,511,425	3,511,548,425	% 19,22
Avrupa	3,355,222,878	2,674,329,578	% 25,46
Kuzey Amerika	6,137,204,364	4,616,725,727	% 32,93
Latin Amerika	1,048,627,318	864,665,702	% 21,28
Diğer	459,104,373	194,943,593	% 135,51
Toplam	15,186,670,830	11,862,213,025	% 28,03

Kaynak: FIA, 2008: 16.

2008 yılında açıklanan ve bir önceki yıla ait FIA verilerine göre, dünya türev piyasa borsalarında işlem gören en tepedeki 50 kontrat içerisinde ilk sırayı, KRX (Korea Exchange) Kospi 200 opsiyon kontratı almıştır. Bu kontratı sırasıyla CME (Chicago Merchantile Exchange) euro dolar futuresları, CME E-mini S&P 500 Futures ve yine CME 10 yıllık hazine futureslar izlemiştir. Faizlere dayalı türev borsalar içerisinde tepedeki 20 kontrat arasında ilk sırayı, CME euro dolar kontratlar almıştır. Enerji futureslar içerisinde tepedeki 20 kontrat arasında ilk sırayı, NYMEX (New York Merchantile Exchange) Light Sweet Crude Oil Futures almıştır. Tarım futures ve opsiyonlarda en tepedeki 20 kontrat arasında ilk sırayı DCE² (Dalian Commodity Exchange) Soy meal futures kontratları ve Metal futures ve opsiyonlarında tepedeki 20 kontrat arasında ilk sırayı LME (London Metal Exchange) High Grade Primary Aluminum Futures kontratları almıştır.

C) TÜRKİYE'NİN TÜREV PİYASA GÖRÜNÜMÜ

Global ölçekte sermayenin hızla el değiştirdiği ya da hareket ettiği finansal piyasalarda, Türkiye, kendine özgü yerini korumak ve geliştirebilmek için hem alternatif finansal yatırım araçlarında

² Çin'de 1993 yılında kurulan dört futures borsasından birisidir.

çeşitliliği sağlama hem de bu enstrümanların risk yönetim amacıyla kullanımı üzerine farklı alternatiflerin kullanımını desteklemektedir. Bu süreçte risk yönetim amacıyla kullanılan finansal alternatifler ile finansal derinlik gibi yeni ilgi alanları da doğmaktadır (Yılmaz, 20004: 6). Özellikle gelişmekte olan ülkeler için finansal sistemin işleyişindeki en önemli tamamlayıcı ve destekleyici unsurlardan birisi olan türev piyasalar, 1990'lı yıllardan itibaren yoğun bir biçimde Türk finansal sistemi içerisinde de yer almaya başlamıştır.

1. Türkiye'de Türev Ürünlerin Tarihi Gelişimi

Türkiye'de türev piyasalara yönelik işlemler TCMB'nin 1 Mayıs 1984'de forward işlemlerin yapılabilmesine yönelik iznine kadar yasal olarak mümkün olmamıştır. TCMB'yle bankalar arasındaki swap işlemleri ise ilk olarak 1985 yılında başlamıştır (Özalp, 2003: 97). Bununla birlikte TCMB bünyesinde vadeli döviz alım-satım işlemlerine ilk olarak, 28 Kasım 1995'de kurulan Piyasalar Genel Müdürlüğüne başlanmıştır.

2001 krizini takiben Türkiye'nin dalgalı kur uygulaması ve bunun sonucunda piyasalarda oluşan belirsizlikler nedeniyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tarafından döviz üzerine vadeli işlemler için hazırlık yapılmıştır (İMKB, 2002: 38). Bu kapsamda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ), 19/10/2001 tarih ve 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan Türkiye'deki ilk özel borsadır. Borsa, 4.7.2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş olup, bu tescil 09/07/2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır³. Başlangıçta İMKB bünyesinde faaliyetini sürdüren VOBAŞ, 4 Şubat 2005 tarihinden itibaren Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) adı altında İzmir'de ayrı bir borsa olarak faaliyetini sürdürmektedir.

2001 yılında İMKB bünyesinde faaliyetine başlayan VOBAŞ'ın 2005 yılında açılan VOB'a göre gelişememe nedenleri değerlendirildiğinde; öncelikle ayrı bir borsada faaliyet gösterilmemiş olması, sözleşme büyüklüklerinin çok yüksek olması nedeniyle küçük

³<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=100>(28.02.2008).

yatırımcılar tarafından kullanılamaması (1 kontratın değeri 100.000 \$ idi), fiyat marjlarının veya minimum fiyat adımlarının yüksek olması, sadece tek bir döviz üzerine işlem yapılması (Amerikan doları) ve yeterli tanıtım çalışmalarının yapılamayışı biçiminde sıralanabilir. VOB ise işlem olarak döviz, faiz, endeks, mal ve altın olmak üzere bir çok finansal enstrüman üzerine düzenlenmiş, sözleşme büyüklükleri küçültülmüş, uzaktan erişim sağlanmış ve en önemlisi ayrı bir borsa olarak İzmir’de açılmıştır.

2. VOB Bazında Türev İşlemlerin Görünümü

Türev piyasalar ekonomik sistemin kusursuz işlediği ülkelerde etkin bir şekilde faaliyet göstermektedir. Türkiye, son dönemlerdeki istikrarlı ekonomik yapısıyla türev işlemlerinin uygulanmasında ve türev piyasalarının kullanımında önemli aşamalar kat etmiştir. Örneğin VOB hızla büyümesini sürdürmüş ve 2005 yılı sonu itibariyle 47 olan üye sayısını 80’e ve borsanın açıldığı 2005 yılı sonu itibariyle 3.029.588.946 YTL olan işlem hacmini 2007 yılı sonunda 118.035.442.771 YTL seviyesine yükseltmiştir. Yıllar itibariyle borsanın işlem miktarı ve hacminin gelişim seyri Tablo 7’de izlenebilir. Özetle 3 yıl gibi kısa bir sürede borsanın geldiği pozisyon büyüklüğüne bakıldığında, finansal sistem içerisinde VOB’un gerekliliği daha iyi anlaşılacaktır.

Tablo 7. Yıllar itibariyle VOB işlem adedi ve hacmi.

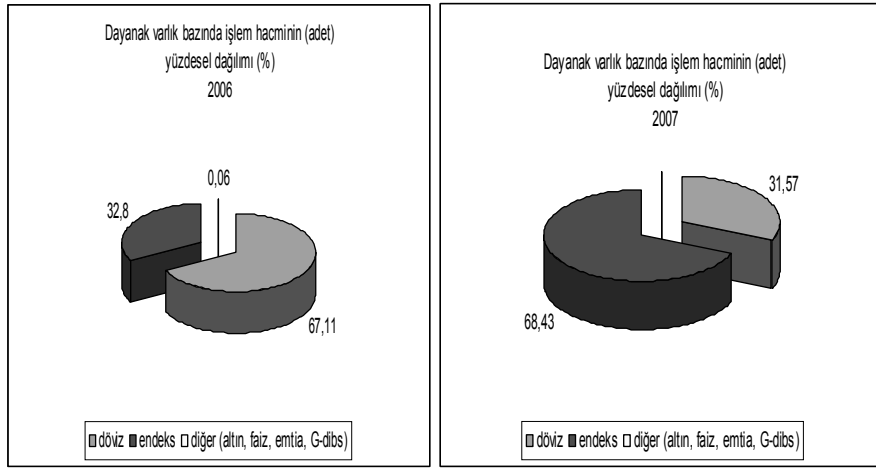
	2005	2006	2007
İşlem adedi (miktar)	1.832.871	6.848.087	24.867.033
İşlem hacmi (tutar)	3.029.588.946 YTL	17.876.421.270YTL	118.035.442.771YTL

Kaynak: VOB.

Tablo 7’de görüldüğü gibi 2007 yılı itibariyle VOB’un işlem hacmi 2006 yılının 7 katına ulaşmıştır. Bunun yanında 2006 yılında işlem hacminin adet olarak en büyük kısmı % 67 ile döviz vadeli

işlem sözleşmelerinden oluşurken, 2007’de en büyük payı % 68 ile endeks sözleşmeleri almıştır. Tablo 8’de izlendiği gibi YTL bazında işlem hacminin dağılımında önceliği hem 2006 hem de 2007 yıllarında % 61 ve % 91’lik oranlarla endeks sözleşmeleri almıştır.

Tablo 8. VOB Söz. 2006 ve 2007 Yılı Adet Olarak Yüzdesel Dağılımı



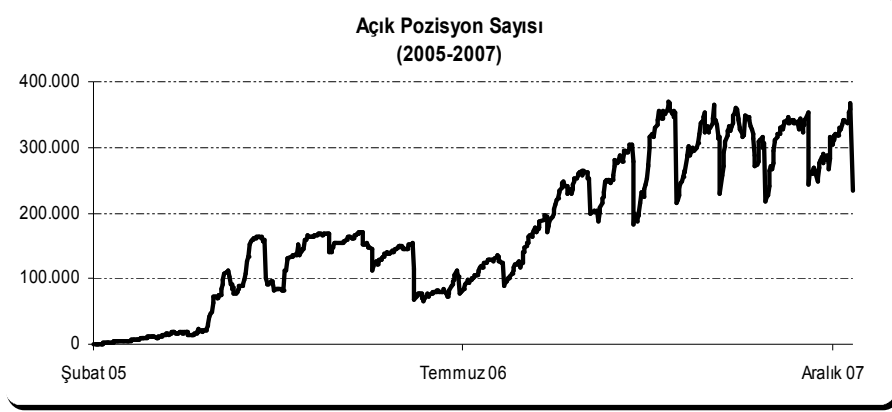
2006 yılı vadeli iş.söz. dağı

2007 yılı vadeli iş. söz. dağı.

Kaynak: VOB.

Tablo 9’da VOB’da 2005 yılından itibaren oluşan açık pozisyon sayısındaki gelişim seyri izlenebilir. Açık pozisyon sayısındaki gelişim özellikle 2007 yılında oldukça artmıştır. Burada en önemli neden piyasa oyuncuları tarafından VOB’un daha cazip bir oyun alanı olarak fark edilmesidir.

Tablo 9. 2005 – 2007 Arası Açık Pozisyon Sayısındaki Gelişim



Kaynak: VOB.

Günümüzde VOB, sadece yerli yatırımcıların değil aynı zamanda yabancı yatırımcıların da ilgi gösterdiği borsaların başında gelmektedir. Şubat 2008 itibariyle VOB'daki toplam işlem hacminin % 70,90'ı yerli, % 29,10 ise yabancı yatırımcılar⁴ tarafından gerçekleştirilmiştir (VOB, 2008: 1). Dünya türev borsaları arasında Futures Birliği (Futures Industry Association-(FIA)) sıralamasına göre, 2006 yılında bir önceki yıla göre % 273 artışla en hızlı gelişme gösteren ve 46. sırada yer alan VOB, Tablo 10'da izlenebileceği gibi 2007 yılında % 263,12 artışla sıralamadaki yerini 46. sıradan 38. sıraya yükseltmiştir. Dünya'daki diğer türev borsaların dağılımına bakıldığında; 2005 ve 2006 yılları dünya borsaları sıralamasında 1.sırada yer alan Korea Exchange, 2007 yılında yerini CME Group'a devrederek 2. sıraya düşmüştür.

⁴ Buradaki hesaplama İMKB Takas ve Saklama Bankasındaki kimlik bilgilerine göre, T.C. vatandaşı olmayan gerçek kişiler ve yurt dışı merkezli tüzel kişiler "yabancı yatırımcı" olarak kabul edilmiştir.

Tablo 10. Dünyadaki Türev Borsalarının Kontrat Bazında Sıralaması.
2007 Borsalar 2007 2006 Değişim (%)

1	CME Group	2,804,998,291	2,209,148,447	26.97%
2	Korea Exchange	2,709,140,423	2,474,593,261	9.48%
3	Eurex	1,899,861,926	1,526,751,902	24.44%
4	Liffe	949,025,452	730,303,126	29.95%
5	Chicago Board Options Exchange	945,608,219	675,213,772	40.05%
6	International Securities Exchange	804,347,677	591,961,518	35.88%
7	Bolsa de Mercadorias & Futuros	426,363,492	283,570,241	50.36%
8	Philadelphia Stock Exchange	407,972,525	273,093,003	49.39%
9	National Stock Exchange of India	379,874,850	194,488,403	95.32%
10	Bolsa de Valores de São Paulo	367,690,283	287,518,574	27.88%
11	New York Mercantile Exchange	353,385,412	276,152,326	27.97%
12	NYSE Arca Options	335,838,547	196,586,356	70.84%
13	JSE (South Africa)	329,642,403	105,047,524	213.80%
14	American Stock Exchange	240,383,466	197,045,745	21.99%
15	Mexican Derivatives Exchange	228,972,029	275,217,670	-16.80%
16	IntercontinentalExchange	195,706,040	140,284,755	39.51%
17	Dalian Commodity Exchange	185,614,913	120,349,998	54.23%
18	OMX Group	142,510,375	123,167,736	15.70%
19	Boston Options Exchange	129,797,339	94,390,602	37.51%
20	Australian Securities Exchange	116,090,973	100,572,434	15.43%
21	Taiwan Futures Exchange	115,150,624	114,603,379	0.48%
22	Osaka Securities Exchange	108,916,811	60,646,437	79.59%2
23	Tel-Aviv Stock Exchange	104,371,763	83,047,982	25.68%
24	Zhengzhou Commodity Exchange	93,052,714	46,298,117	100.99%
25	London Metal Exchange	92,914,728	86,940,189	6.87%
26	Hong Kong Exchanges & Clearing	87,985,686	42,905,915	105.07%
27	Shanghai Futures Exchange	85,563,833	58,106,001	47.25%
28	Multi Commodity Exchange of India	68,945,925	45,635,538	51.08%
29	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros	51,859,591	46,973,675	10.40%
30	Tokyo Commodity Exchange	47,070,169	63,686,701	-26.09%
31	Singapore Exchange	44,206,826	36,597,743	20.79%
32	Bourse de Montreal	42,742,210	40,540,837	5.43%
33	Tokyo Financial Exchange	42,613,726	35,485,461	20.09%
34	Italian Derivatives Exchange	37,124,922	31,606,263	17.46%
35	National Commodity & Derivatives Exchange	34,947,872	53,266,249	-34.39%
36	Tokyo Stock Exchange	33,093,785	29,227,556	13.23%
37	Mercado a Termino de Rosario	25,423,950	18,212,072	39.60%
38	Turkish Derivatives Exchange	24,867,033	6,848,087	263.12%
39	Tokyo Grain Exchange	19,674,883	19,144,010	2.77%
40	Budapest Stock Exchange	18,828,228	14,682,929	28.23%
41	Oslo Stock Exchange	13,967,847	13,156,960	6.16%
42	Warsaw Stock Exchange	9,341,958	6,714,205	39.14%
43	OneChicago	8,105,963	7,922,465	2.32%
44	Central Japan Commodity Exchange	6,549,417	9,635,688	-32.03%
45	Malaysia Derivatives Exchange Berhad	6,202,686	4,161,024	49.07%
46	Kansas City Board of Trade	4,670,955	5,287,190	-11.66%
47	Minneapolis Grain Exchange	1,826,807	1,655,034	10.38%
48	New Zealand Futures Exchange	1,651,038	1,826,027	-9.58%
49	Wiener Boerse	1,316,895	1,311,543	0.41%
50	Chicago Climate Exchange	283,758	28,924	881.05%
51	Dubai Mercantile Exchange	223,174	N/A	N/A
52	Mercado a Termino de Buenos Aires	177,564	147,145	20.67%
53	Kansai Commodities Exchange	164,743	318,483	-48.27%
54	US Futures Exchange	8,111	135,803	-94.03%

Kaynak: Futures Industry Association (FIA) 2008: 18.

3. Bankaların Türev İşlem Görünümü

Bankalar yoğun olarak finansal enstrümanları kullanan finansal kurumların başında gelmektedir. Bu kurumların daha çok faiz ve kur riskini gidermek amacıyla kullandıkları türev işlem kontratlarının 2007 yılı haziran ayı itibariyle toplam tutarı 135.113 milyon YTL seviyelerindedir. Bu araçları yoğun olarak kullanan bankacılık grupları yabancı bankalar ile özel bankalardır. Kamu bankalarının kullanımı ise daha kısıtlıdır. Kamu bankalarının ağırlıklı olarak kullandığı kontratlar swap kontratlarıdır (BDDK, 2007: 15). Türk bankacılık sektörünün Ocak 2006 – Haziran 2007 arası yabancı para net genel pozisyonu incelendiğinde, net pozisyonun açık ancak yasal sınırlar içinde olduğu görülmektedir. Sektörün bilanço içi döviz varlıkları, bilanço içi döviz yükümlülüklerinden düşük gerçekleşmekte, buradaki açık bilanço dışı taşınan fazla pozisyonla giderilmektedir. Bunun yanında özellikle bankacılık kesiminin bilanço dışı işlemleri arasında 1990'lı yıllarda garanti ve kefalet işlemleri gelirken (% 85), 2000'li yıllardan itibaren türev işlemler ilk sırayı almıştır (2004'te % 71) (Göçmen, 2004: 19). Bilanço dışı işlemler denildiğinde belli koşulların gerçekleşmesi durumunda bilançoda yer alabilen ancak cari bir nakit akışı gerektirmedikleri için bilançoda gösterilmeyen kıymetlerdir (Allen, 1997: 12). Bankaların bilanço dışı işlemleri dört başlıkta değerlendirilebilir. Bunlar; garanti ve kefaletler, türev finansal araçlar, taahhütler, emanet ve rehinli kıymetlerdir (Göçmen, 2004: 5). Günümüzde Türk bankacılık sektörünün bilanço dışı pozisyonu ağırlıklı olarak swap kontratlarından oluşmaktadır. 29 Haziran 2007 itibariyle swap kontratların toplam değeri, 8.317.662\$ seviyesindedir. Özellikle Mayıs 2006'da piyasalarda yaşanan aşırı oynak (volatil) yapı forward kullanımını artırırken, swap kontratlarda dalgalı bir görünüm izlenmiştir. 2007 yılının ilk altı ayında swap kontratların işlem hacmi 6.7 milyar \$ - 8.8 milyar \$ aralığındadır. Forward işlemlerde işlem hacminde artışlar dikkat çekmiş ve nette negatif 1 milyar \$'ın üzerine çıkmıştır. Para opsiyonları açısından, Haziran – Kasım 2006 arası pozitif olan görünüm, negatife dönmüştür (BDDK, 2007: 15). Bankacılık sektöründe türev ürünlerin kullanımının büyük bir bölümü özel ve yabancı banka merkezlidir. Burada kullanılan en temel enstrüman ise swap kontratlardır.

Türkiye'deki bankaların bilanço dışı pozisyon büyüklükleri değerlendirildiğinde; kamu bankalarının bilanço dışı pozisyon büyüklüğü 2006 sonunda 586 milyon\$'dan 2007'nin ilk altı ayında 961 milyon\$ seviyesine çıkmıştır. Özel bankaların bilanço dışı pozisyon yapısına bakıldığında 1 milyar\$ seviyesi Nisan 2007'de geçilmiştir. Aynı dönemde yabancı bankaların bilanço dışı pozisyonu 800 milyon\$ ile 1 milyar\$ seviyelerinde izlenmektedir (BDDK, 2007: 35).

Bankacılık sektöründe kullanılan türev ürünlerin vade yapıları değerlendirildiğinde; swap işlemlerin % 29'unun vadesi 1-5 yıl arası olduğu, % 28'inin 1 aylık vade dilimine girdiği, forward işlemlerin ise % 50'sinin 1 aylık vade diliminde olduğu belirlenmiştir. Tablo 11'de bu dağılım izlenebilir.

Tablo 11. Vade Yapılarına Göre Türev Ürünler.

Bin YTL	1 Ay	1-3 Ay	3-6 Ay	6-12 Ay	1-5 Yıl	5-10 Yıl	10 Yıl Üzeri
Swap	18.898.908	6.174.835	4.719.897	6.290.922	19.404.705	10.240.343	1.087.923
Opsiyon	6.197.008	6.330.881	6.339.779	9.352.145	6.912.550	37.960	-
Futures	-	755.983	768.617	352.220	197.205	-	-
Forward	14.817.535	4.957.075	3.773.051	4.356.588	1.704.938	-	-

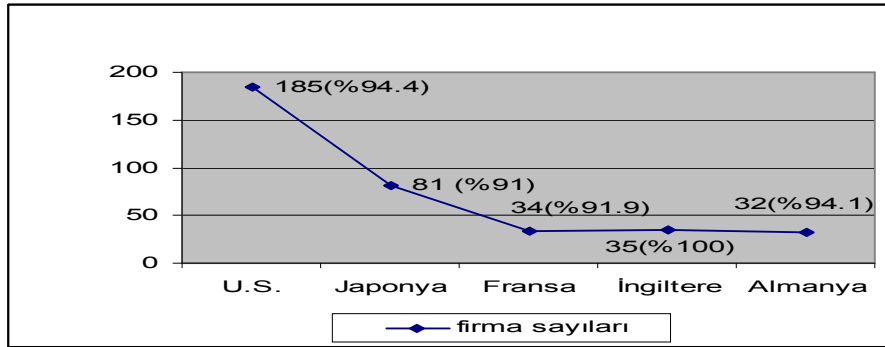
Kaynak: BDDK, 2007: 33.

C) TÜREV PİYASALARA NEDEN İHTİYAÇ DUYULUR ?

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de türev ürün piyasaları, ilgi çekici ve bir o kadar ürpertici yanı olan finansal piyasaların başında gelmektedir. Finansal sistemde meydana gelen hızlı gelişim ve değişim, piyasalarda profesyonelleşmeyi teşvik etmekle birlikte yatırımcıların karşı karşıya olduğu riskleri de çeşitlendirmektedir. Bu noktada yeni finansal enstrümanlara olan ihtiyaç da artmaktadır. Türev piyasaların global bir değerlendirmesi yapıldığında; işlem hacimlerinde yaşanan artışlarla birlikte yatırımcı sayısının artması ve çeşitlenmesi, vadeli işlem piyasalarının genel ekonomik sistemin işleyişinde ne kadar önemli ve vazgeçilmez bir işlev üstlendiğini açık bir şekilde göstermektedir.

Dünya türev ürün piyasalarının kontrat miktarı bakımından organize borsalarda en çok işlem gören enstrümanı endeks vadeli işlem kontratlarıdır. Türkiye'nin de organize borsalarda (VOB) işlem hacmi bakımından en çok işlem gören enstrümanı hem 2006 hem de 2007 yıllarında endeks vadeli işlem kontratları olmuştur. Sözleşme miktarı bakımından ise 2006'da döviz, 2007 yılında endeks kontratlarıdır. En son 2003 yılında Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği (International Swap and Derivatives Association (ISDA)) tarafından yapılan türev ürün kullanım anketinde çarpıcı sonuçlar çıkmıştır. Bu anket dünyanın en büyük 500 firması üzerine yapılmıştır. ISDA'nın yıllık toplantısında bu firmaların türev ürün kullanım nedenleri açıklanmıştır. Buna göre ankete katılan firmaların %92'si risklerini hedge etmek ve daha iyi yönetebilmek için türev ürün kullandıklarını belirtmişlerdir. Tablo 12'de ankete katılan ülkeler ve firma sayılarıyla türev ürün kullanım yüzdeleri verilmiştir. Buna göre ilk 500 firma içerisinde yer alan firmalardan 185 Amerikan firmasının % 94.4'ünün, 81 Japon firmasının % 91'inin, 34 Fransız firmasının %91.9'unun, 35 İngiliz firmasının % 100'ünün ve 32 Alman firmasının %94.2'sinin finansal risklerine karşı türev ürün kullandığı belirlenmiştir.

Tablo 12. Dünyadaki en büyük 500 Firmanın Türev Ürün Kullanım Yüzdesi



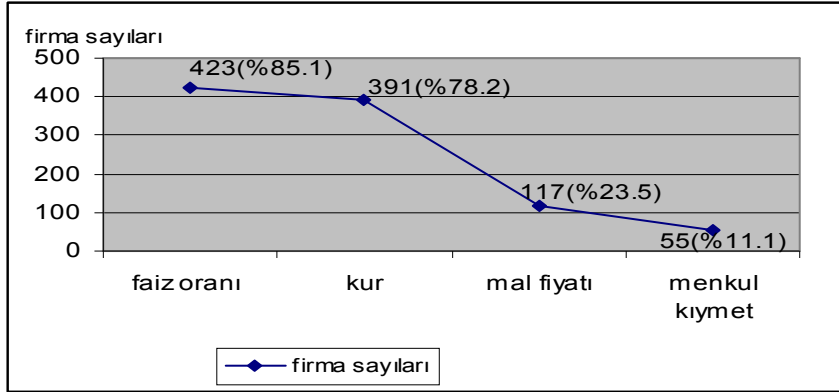
Kaynak: ISDA⁵.

Yukarıda sıralanan firmaların türev ürün kullanımında önceliği; % 85.1 ile faiz riski almıştır. Bu riski % 78.2 ile kur riski, %

⁵ <http://www.isda.org/statistics/surveynewsrelease030903v2.html>(30.02.2008)

23.5 ile mal riski ve % 11.1 ile menkul kıymet fiyat riski takip etmiştir. Bu dağılım Tablo 13’de izlenebilir.

Tablo 13. Risk Tiplerine Göre En Büyük 500 Firmanın Türev Ürün Kul.



Kaynak: ISDA.

Türev piyasaların bu kadar hızlı büyümesinde ve tercih edilmesindeki ana unsur; bünyesinde kaldıraç unsurunu barındırması ve beklenen yönde piyasaların gelişmesi durumunda kârların katlanarak artmasıdır. Ancak unutulmamalıdır ki beklentiler ters yönde gelişirse kayıpları da kaldıraç unsuruna maruz kalabilecektir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Günümüz dünyasında ülkelerin en büyük mücadelesi hakim ekonomik güç konumunda olabilmek üzerinedir. Teknolojik gelişim ve değişim, her geçen gün ülkelerin birbirine daha çok bağımlı olduğu bir ekonomik düzen yaratmaktadır. Bu düzeni akılcıca yönetebilen ülkeler için refah ya da kalkınma bir o kadar yakınlaşmakta ve geleceğe yönelik yatırımlar bugünden şekillenebilmektedir. Dolayısıyla global ekonomik sistem bir oyun alanı olmanın çok daha ötesinde bir yer işgal etmektedir. Ancak unutulmaması gereken asıl gerçek, global ekonomik sistemdeki hiçbir ülkenin tek başına global açık bir toplum yaratamayacağı olgusudur. Bu düzende ülkeler

birbirlerine bağımlı olmak ve gelişebilmek için geliştirmek zorunda kalacaklardır.

Finansal kurumlar, reel sektörde faaliyet gösteren firmalar ya da bireysel yatırımcılar için gelecek belirsizdir. Bu belirsizlikle baş edebilmenin en önemli yolu ise, etkin bir risk yönetim politikasıyla birlikte finansal bilgi ve uygun finansal enstrüman alternatiflerinin oluşturulmasıdır. Bu kapsamda tüm dünyada olduğu gibi kullanılabilir en temel enstrümanların başında vadeli işlemler ya da türev ürünler gelmektedir. Bu ürünlerin önemi piyasadaki vadeli işlem yapılarının ve fonksiyonlarının kavranmasıyla daha iyi anlaşılabilir. Çünkü bir çokları için kaçınılması gereken bir fobi olarak gösterilen bu ürünler, gerçekte asıl amaçları doğrultusunda kullanıldığında etkin bir risk yönetim araçları haline gelebilmektedir.

Çalışmada global finansal sistem hedefli dünya türev ürün piyasalarının dağılımı ve Türkiye'nin türev ürün yapısı değerlendirilmiştir. 2005 yılında açılan ve 3 yıl gibi kısa bir sürede dünyanın en hızlı gelişim gösteren borsası olan VOB, elde edilen veriler doğrultusunda ayrıntılı olarak incelenmiştir. Türev ürün borsalarının kullanım amaçlarından en çok dikkat çekenini ise spekülasyon amaçlı kullanımla ilgilidir. Özellikle bu işlemlerin bünyesinde kaldıraç etkisini barındırması, kazançların olduğu kadar kayıplarında artan oranda değişmesine neden olmaktadır. Ancak bu borsaların asıl işlevleri, firmaların ya da finansal kurumların risklerini azaltmak ve aynı zamanda spot piyasanın da gelişimine olumlu yönde etki etmektir. Borsanın hızla gelişimi piyasa derinliğini artırmakta ve yerli yatırımcılarla birlikte yabancı yatırımcılar için de cazip hale gelmektedir.

Sonuç olarak finansal sistemde bugün atılan adımlar yarınlar için hiç bu kadar önemli bir yer işgal etmemiştir. Çünkü dünyada yaşanan teknolojik gelişim ve değişim beraberinde finansal sistemi de etkilemektedir. Bunun neticesinde tüm dünya piyasalarında yaşanan ve finansal globalleşme olarak adlandırılan global likidite, teknolojik gelişiminde etkisiyle hız kazanmakta ve tüm dünyada hızlı bir biçimde el değiştirmektedir. Günümüzde hiçbir şahıs, finansal kurum ya da firma böyle bir süreçte tüm risklerini bertaraf edemez ya da yüzde yüz ortadan kaldıramaz. Ancak bu riskler türev enstrümanlar yardımıyla

daha belirgin bir yapıya dönüştürülerek yönetilebilir. Bunun yanında risk yönetim uygulamalarıyla bu riskler ölçülebilir ve çeşitli senaryo analizleriyle etkileri takip edilebilir. Türkiye’de 2005 yılına kadar sadece tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev ürünler, VOB’un açılmasıyla birlikte organize bir borsa bünyesinde de faaliyetine başlamıştır. 3 yıl gibi kısa bir sürede yerli ve yabancı yatırımcıların gösterdikleri ilgi sonucu VOB; 2006 yılında % 273 ve 2007 yılında % 263 artışla dünya’da en hızlı büyüyen türev ürün borsalarından birisi haline gelmiştir. İşlem hacminde görülen 3 milyon YTL’den 118 milyon YTL’ye varan artışlar ve üye sayısının 47’den 80’e gelişimi, bu ürünlere olan ilgiyi ve ihtiyacı da göstermektedir. Dolayısıyla VOB’un bu yeni dönemle birlikte firmalara risklerinin farkına varma ve gerekli önlemleri alma konusunda yol gösterici olacağına hiç kuşku yoktur.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ Öztin, (1998), Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, 7.baskı, İstanbul, s.868.
- ALLEN Linda, (1997), Capital Markets and Institutions: A Global View, John Wiley Inc.
- SELVİ Yakup, (2000), Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, ARC Yayınları, İstanbul.
- BIS (2006), Financial Globalisation, No: 32, Fifth BIS Annual Research Conference, 19-20 June 2006.
- BIS (Bank For International Settlement), (2007), Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, December 2007, Basel, Switzerland.
- BIS, (2008), Quarterly Review, March 2008.
- BIS, April 2007, Triennial Central Bank Survey. Statistical Annex Tables
- BDDK, (2007), Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu III, (Ocak 2006-Haziran 2007), Ekim 2007.
- BURGHARDT Galen, (2006) Futures Industry, Derivatives Exchange Volume Accelerates in 2006 (March-April 2007).
- FIA (Future Industry Association, (2008), Volume Surges Again, by Galen Burghardt, http://www.futuresindustry.org/downloadsMarApVolume_Final.pdf(29.04.2008).
- GÖÇMEN Gamze (2004),Türkiye’de Bankaların Bilanço dışı Faaliyetlerindeki Gelişmeler, <http://sbe.dpu.edu.tr/17/297-317.pdf> (26.03.2008).

- HULL John C., (2000), Options, Futures, & Other Deriatives, Fourth Edition, Prentice Hall International Inc., U.S.A.

- İMKB (2002), Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, (Yazarlar: Çetin Ali Dönmez, Yaman Başaran, Güzin Doğru, Mustafa K.Yılmaz, Sedat Uğur, Yeşim Kartallı, Gökhan Ugan), İstanbul.

- ÖZALP Pınar, (2003), Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.

- POPOV Victor and STUTZMANN Yann, (2003), “How is Foreign Exchange Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies”, University of Lausanne, http://www.hec.unil.ch/cms_mbf/master_thesis/0314.pdf (12.06.2006).

-SOROS George, (2003), Küreselleşme Üzerine, İstanbul Bilgi Üniversitesi yayınları, İstanbul.

- VOB (Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası) Basın Duyurusu, (2008), Duyuru NO: 2008-47 (03.03.2008),

- YILMAZ Mustafa Kemal, (2004), Türkiye Olarak Vadeli İşlemlerin Neresindeyiz? Ekonomik Gerçekler ve Politik İzdüşümleri, Activefinans dergisi, Kasım –Aralık sayısı.

[#\(28.02.2008\).](http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=100)

<http://www.isda.org/statistics/surveynewsrelease3v2.html>(30.02.2008)

.